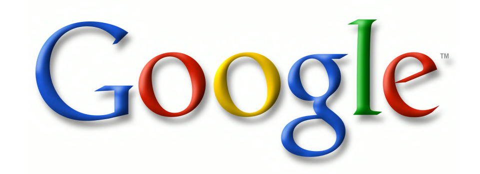
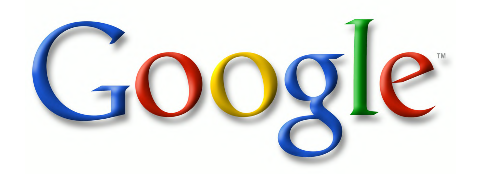
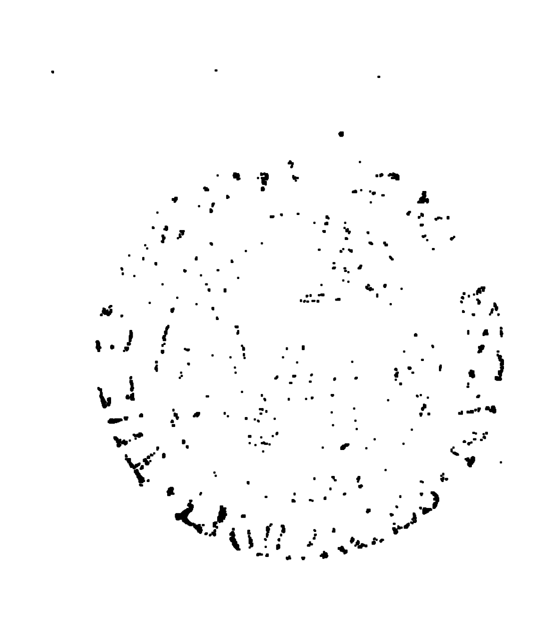




Felix Somary

Bankpolitik







Bankpolitik

Bankpolitik

von

Dr. Felix Somary,
Mitglied der Kaiserlich deutschen Zivilverwaltung in Brüssel.



Tübingen
Verlag von J. C. B. Mohr (Paul Siebeck)
1915.

Druck von H. Laupp jr. in Tübingen.

Carl Morawitz

zum Gedächtnis.



Vorwort.

Es wird vielleicht als müßiges Beginnen verurteilt werden, in diesen Tagen ein Buch zu schreiben und es drucken zu lassen. Möge es mir zur Entschuldigung gereichen, daß der Druck des Manuskripts vor Kriegsbeginn angefangen war und die Veröffentlichung während des Kriegs auf Wunsch meines Verlegers erfolgte.

Banklehrbücher zum Unterricht für Angestellte sind in großer Zahl erschienen, nirgendwo aber die für Bankleiter wichtigen Momente zusammengefaßt worden. Die Scheidung zwischen Theorie und Praxis hat sich wohl auf keinem anderen Gebiet der Nationalökonomie in gleich starkem Maße fühlbar gemacht. Die ältere Literatur mit ihrer reichen Fülle von bedeutsamen, auch für die Gegenwart interessanten Darstellungen fand wenig Beachtung. Ich war darum bemüht, in mein Buch alles auch heute noch wertvolle Material aus der ökonomischen Literatur, besonders die Beratungen der zahlreichen Geld- und Bankenquêten, hineinzuweben. Wieviel nicht ausrottbare Irrtümer sind gerade in der Bankliteratur durch Mißverständnisse entstanden; und wieviele unrichtige prinzipielle Ansichten haben so manche Praktiker, die auf ihre wissenschaftliche Unkenntnis stolz sind.

Im Sinne von Philippovich fasse ich die Bankpolitik als Einwirkung der Banken auf das Wirtschaftsleben auf. Dadurch unterscheidet sich meine Arbeit von andern Büchern gleichen Namens.

Meinem Vater danke ich innigst für die mühsame Arbeit bei der Revision der Druckbogen. Den Herren Notzke und Dr. Reiche danke ich lebhaft für tatkräftige Unterstützung bei Beschaffung der Literatur.

Abgesehen von kleinen Einschaltungen ist auch die Darstellung der Politik der Banken im Krieg vor Kriegsbeginn geschrieben. Ich glaubte keinen Anlaß zur Aenderung meiner Ausführungen zu haben.

Die weitverbreitete Ansicht, daß das Bankgeschäft nach Friedensschluß einen gründlichen Wandel erfahren wird, vermag ich nicht zu teilen. Der Krieg hat für das Bankwesen Ueberraschungen nicht gebracht. Die vorbildliche Haltung der Reichsbank hat deutlich gezeigt,

wie klar alle Wirkungen selbst eines Weltkriegs vorhergesehen und bemeistert werden konnten. Wohl aber wird die große Zeit, die wir jetzt durchzuleben das Glück haben, unserem Kontinent die Befreiung von der zentralen Stellung Englands in der Finanzierung des Ueberseehandels schaffen, Hamburg und Antwerpen für Mittel- und Osteuropa an die Stelle Londons setzen und der Markwährung, wie auch das Schicksal der Kolonien sei, eine unbestrittene Geltung in allen Erdteilen sichern.

Brüssel, Weihnachten 1914. **Felix Somary.**

Inhalt.

I.

II. Der Geldmarkt.

III. Der Kapitalmarkt.

1. Der Bankbegriff.

Die Geschichte des Bankwesens reicht mehrere Jahrhunderte zurück, der Bankbegriff ist bei allen Nationen eingebürgert — aber merkwürdigerweise ist es bisher nicht gelungen, eine Definition des Wesens einer Bank zu finden, die allgemein befriedigen könnte. Aus einer Gegenüberstellung gehen die großen Schwierigkeiten, mit denen hier zu kämpfen ist, am deutlichsten hervor: Die neueste deutsche Rechtsprechung sieht als kennzeichnendes Merkmal des Bankiers den Besuch der Börse an — während in England den Banken der Zutritt zur Börse verschlossen ist.

Wir können die bisherigen Begriffsbestimmungen in drei Gruppen scheiden.

Die herrschende englische Auffassung bezeichnet jene Institute als Banken, welche durch Noten- oder Scheckemission Geld schaffen. Es wird dadurch eine strenge Abgrenzung gegen andere Organisationen gewonnen; aber sie widerspricht dem Sprachgebrauch: die Londoner foreign banks, die das Auslandskreditgeschäft pflegen, ebenso die saving banks (Sparkassen) werden dadurch aus dem Bankbegriff ausgeschaltet, obwohl sie den Namen bank seit ihrem Bestehen führen. Selbst das Wesen der Depositenbanken allein wird durch die englische Definition nicht erschöpft; sie mochte für die Girobanken früherer Jahrhunderte gelten, deren Tätigkeit im Umschreiben von einem Konto auf ein anderes bestand, für die Banken der Gegenwart ist sie nicht zutreffend. —

Eine andere Ansicht sieht in der Kreditvermittlung das entscheidende Moment des Bankwesens; in der Kreditgewährung auf Grund von fremden Mitteln sehen die Vertreter dieser Anschauung die Haupttätigkeit der Banken. Der Vermittlungsbegriff kann aber nicht auf das Wirken der Banken angewendet werden: wir sprechen von vermitteln im Geschäftsbetrieb eines Sensals, der zwei Personen, die die Absicht zum Abschluß eines konkreten Geschäftsabschlusses hatten, zusammenführt: ein Spinner kauft durch Vermittlung des Maklers vom Händler

Baumwolle: der Spinner hatte die Absicht, Baumwolle zu kaufen, der Händler sie zu verkaufen; ganz anderer Art ist die Tätigkeit der Bank: Wenn ein Noteninstitut einem Industrieunternehmen einen Kredit von 100 000 Mark gewährt und die Noten in die Zirkulation eingehen, dann hätte, wenn man den Vermittlungsbegriff anwendet, jeder Inhaber einer Note von 50 Mark dem Unternehmen diesen Betrag geliehen. Von den jeweiligen Notenbesitzern hätten aber in Wirklichkeit wohl nur sehr wenige die Absicht gehabt, einem Industrieunternehmen Diskontkredit zu geben; das Unternehmen nimmt zum Beispiel Kredit, um Arbeitslöhne auszuzahlen — dann würde nach dem Vermittlungsbegriff der Arbeiter, der als Wochenlohn zwei zwanzig Mark-Noten erhält, die Wechsel des Unternehmens diskontiert haben. Ohne die Intervention der Bank hätte er aber sicher nicht daran gedacht: die Bank realisiert somit nicht die Absichten der beiden Parteien wie der Sensal, sie fragt gar nicht nach dem Willen der Noteninhaber und Deponenten, sie formt das einzelne Geschäft nach ihrem Willen. Die ältere preußische Landschaft, die dem Besitzer ihrer Pfandbriefe das Exekutionsrecht auf das mit seinem Geld beliehene Gut gewährte, stellte die einzige Bankform dar, in der zwischen den Gläubigern und den Schuldnern der Bank überhaupt ein Verhältnis bestand; im Bankwesen der Gegenwart kann von einem Zusammenhang zwischen der Absicht des Gläubigers der Bank und der Art des gewährten Kredits nicht die Rede sein.

Eine Abart der Kreditvermittlungsansicht ist die von Liefmann vertretene Kreditsubstitutionslehre: das Wesen der Bank besteht danach in der Ersetzung des Kredits des Darlehenswerbers durch ihren eigenen Kredit. Die interessante These hält aber zwei Einwänden nicht stand: Kreditsubstitution üben nicht bloß die Banken, sondern auch die broker, überhaupt jeder Wechselindossant — und dann würde dieser Begriff nur die Kreditgeschäfte der Banken einschließen, die übrigen, zum Beispiel den für die englischen Depositenbanken und die Sparbanken so wichtigen Effektenkauf nicht umfassen. —

Aus der Kritik des Kreditvermittlungsbegriffs heraus kam Macleod zum Ergebnis, daß das Wesen der Banken im Schaffen von Kredit bestehe. Aber auch dies ist nicht zutreffend: man müßte demzufolge die Ausgabe ungedeckter Noten zum Bankgeschäft rechnen, nicht aber die Ausgabe metallisch gedeckter Noten, weil dabei eine Kreditschaffung nicht stattfindet; ein Institut, das seine Noten zu 80% gedeckt hat, würde nur mit 20% seiner Tätigkeit Bankgeschäft treiben — obwohl gedeckte und ungedeckte Noten in gleicher Weise verwendet werden.

Aehnliche Unterscheidungen müßte man bei den Depositenbanken treffen; das würde zu willkürlichen, mit der Wirklichkeit nicht übereinstimmenden Schlüssen führen.

Die angeführten Begriffsbestimmungen gehen von bestimmten Funktionen der Banken aus, und da sie eine einzelne Wirkung herausgreifen, sind sie unvollständig und willkürlich. Ich würde nicht eine Funktion zugrundelegen, sondern die Fragestellung dahin konzentrieren: Auf welche Weise schaffen die Banken Geld, worin die englische, oder Kredit, worin die Macleodsche These ihr Wesen erblickt, wie erhalten sie die Mittel zu ihrer Tätigkeit? Die Antwort lautet: Durch Uebernahme von Schuldverpflichtungen. Die Ausgabe von Noten, die Buchgutschrift, Annahme von Spareinlagen, Ausgabe von Akzepten, Emission von Pfandbriefen stellen in verschiedenen Formen Verpflichtungen der Banken dar. Von der Schuldaufnahme jedoch, die jeder andere Kaufmann eingeht, unterscheidet sich jene der Banken durch ein wichtiges Moment: Die Schuldaufnahme ist Beruf der Banken. Der Brauer, der Lederhändler, der Reeder nehmen auch Schulden auf, aber ihr Beruf liegt im Bierbrauen, Lederhandel, in der Schiffahrt; für die Bank dagegen ist die Schuldaufnahme berufsbestimmend. Dem entspricht auch der Sprachgebrauch: Eine Notenbank ist eine Bank, die Noten ausgibt, eine Depositenbank jene, welche Depositen annimmt, eine Sparbank jene, welche Spareinlagen an sich zieht. Was sie alle mit den ihnen so zuströmenden Mitteln beginnen, das bestimmt innerhalb der Grenzen von Gesetz und Statut die kaufmännische Erwägung; wir sehen sie als Banken an, gleichgiltig ob sie ihre Mittel im Betriebskredit, im Anlagekredit oder im Effektenkauf verwenden. Nicht die Aktivseite der Bilanz entscheidet — diese ist verschieden nach der Organisation und nationalen Tradition der einzelnen Institute —, sondern die Passivseite.

Ich möchte demnach als Banken jene Institute bezeichnen, deren Beruf es ist Kredit zu nehmen.

2. Einteilung der Banken.

Da wir die Banken als Institute bezeichnet haben, welche Kredit nehmen, ergibt sich die Einteilung aus der Art der Schuldverpflichtungen. Vor allem unterscheidet sich die einlösbare Note von allen übrigen Verpflichtungen dadurch, daß sie eine Obligation auf Metallzahlung, alle andern (auch die Depositen der Notenbanken) eine Obligation auf Währungsgeld darstellen. Das gibt den Notenbanken einen von den andern Banken durchaus verschiedenen Charakter.

Bei den übrigen Banken ist die Zeitdauer entscheidend, während welcher die Verpflichtungen zu laufen haben. Scharf heben sich hier die Pfandbriefinstitute heraus, die für eine vertragsmäßig bestimmte Reihe von Jahrzehnten ihre Betriebsmittel erhalten. Den direkten Gegensatz zu den Pfandbriefen bilden die gewöhnlich als Kontokorrentkreditoren bezeichneten Kassengelder der Privatwirtschaften, die täglich abgehoben werden können; aber auch bei den übrigen als Einlagen oder Depositen bezeichneten Mitteln ist entweder Belassung auf kurze Vertragsfrist (nur ausnahmsweise über ein Jahr) oder jederzeitige Abhebung bedungen. Bei den Kreditbanken überwiegen mehr die Kreditoren, bei den Sparkassen und Genossenschaften die Sparkapitalien, doch ist der Unterschied nicht scharf zu ziehen: bei manchen großen Kreditbanken sind die Einlagen stabiler als bei Sparkassen. Der Unterschied zwischen diesen drei Bankgruppen, denen auch die amerikanischen Trust Companies beizuzählen sind, liegt in der äußeren Organisation.

Mit langfristigen Einlagen arbeiten die Finanzbanken, die vornehmlich in Amerika, aber auch in London, Paris, Brüssel, Zürich und Wien vertreten sind; ihnen stehen die Ueberschüsse der nahestehenden Unternehmungen zur Verfügung, deren Fälligkeit zu übersehen ist; im Verhältnis zum gesamten Geschäftsbetrieb spielt das Eigenkapital eine bedeutende Rolle.

In noch gesicherterer Position sind die Lebensversicherungsgesellschaften, die man allerdings nur ihrer finanziellen Organisation nach zu den Banken rechnen kann. Bei ihren Einlagen ist zwar ein bestimmter Rückzahlungstermin nur in der Minderzahl der Fälle gegeben, aber die Auszahlungshöhe läßt sich mit einiger Genauigkeit abschätzen. Zudem besitzt die Versicherungsgesellschaft, vom Bankstandpunkt aus betrachtet, die besondere Eigentümlichkeit der fortgesetzten Einlagen- (beziehungsweise Prämieneinzahlungs)pflicht.

Wir unterscheiden demnach:

1. Die **Notenbanken**, welche sich die Mittel durch Notenausgabe beschaffen (regulär mit Depositengeschäft verbunden).

2. **Depositenbanken**, welche sich die Mittel durch täglich oder kurzfristig kündbare Einlagen beschaffen; nach äußerer Organisation und Tradition der Geschäftsart geschieden in Kreditbanken, Sparbanken, Genossenschaften.

3 Die **Finanzbanken**, welche sich neben ihrem Eigenkapital die Mittel durch die in ihrer Fälligkeit zu übersehenden und regulierenden Gelder ihnen nahestehender Unternehmungen beschaffen.

4. Die **Versicherungsgesellschaften**, welche für eine mit an-

nähernder Genauigkeit abzuschätzende Frist regelmäßige (langfristige) Einlagen und

5. Die Pfandbriefinstitute, welche vertraglich Kapitalien für festbestimmte, jahrzehntelange Dauer erhalten.

3. Das Eigenkapital der Banken.

Die Banken beschaffen sich die zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel durch Eingehen von Schuldverpflichtungen in den verschiedenen Formen. Eigenkapital ist nicht begriffsnotwendig, findet sich aber bei fast allen Banken. Es dient folgenden Zwecken:

1. Der Schaffung von Vertrauen, welches erforderlich ist, um dem Institut den nötigen Kredit zu sichern. Garantie von öffentlichen Körperschaften, staatlicher Zwang bei der Notenannahme oder selbst Vertrauen des Publikums zu den Gründern des Instituts vermögen das Eigenkapital zu ersetzen.

2. Der Deckung von Verlusten im Geschäftsbetrieb.

3. Der Erhöhung der Sicherheit der Disposition durch Zuführung von Kapitalien, welche der Bank nicht entzogen werden können.

4. Der Ermöglichung von Geschäften, welche Kapitalfestlegung zur Folge haben.

Die erste Aufgabe kann nur durch einen Gründungsfonds bei nicht öffentlich-rechtlichen Instituten durch Aktienkapital, die andern auch durch Bildung und Dotierung von Reservefonds aus den laufenden Gewinnen erfüllt werden. Die Bedeutung des eigenen Kapitals ist bei den einzelnen Arten der Banken sehr verschieden.

1. Das Eigenkapital der Notenbanken. In einem Staat mit geordneter Finanzwirtschaft gewinnt eine Zentralnotenbank allein durch den Besitz des Notenmonopols alles Vertrauen, dessen sie zu ihrem Geschäftsbetrieb bedarf. Die neue schweizer Nationalbank oder die Notenbanken in den Vereinigten Staaten hätten um des Vertrauenserwerbs willen Kapital nicht gebraucht: wenn es nur Noten einer einzigen Bank gibt, wenn die staatliche Autorität hinter der Bank steht, nimmt das Publikum die Noten an, ohne Rücksicht auf die Höhe des Eigenkapitals. Eine Unterbilanz kommt bei den Zentralbanken der Gegenwart nicht mehr vor: Die Bank von England hat seit Beginn des 18. Jahrhunderts, die anderen großen Notenbanken seit ihrem Bestehen nie eine Verlustbilanz aufzuweisen und selbst bei schweren Katastrophen der Volkswirtschaft haben die Verluste nur eine Quote des Jahresgewinns betragen, zum Beispiel bei der Bank von Frank-

reich in den Jahren 1870 und 1871. Eine Ausnahme mögen langdauernde Kriege, verbunden mit feindlicher Invasion, bedeuten: in den Napoleonkriegen hat die Bank von England jährlich mit Gewinn, die damals allerdings sehr schwache preußische Bank dagegen mit erheblichen Verlusten abgeschlossen.

Die Sicherheit des Geschäftsbetriebs wird durch die Art der Anlagen besser gewährleistet als durch Besitz von Eigenkapital; immobile Anlagen werden von den größeren Notenbanken mit Ausnahme der russischen Staatsbank nicht vorgenommen. Nur für eine Investition, die in neuerer Zeit infolge der starken Filialbildung bei den kontinentalen Notenbanken immer stärkere Ausdehnung gewinnt, ist Eigenkapital erforderlich: für die Bankgebäude. Bei der Reichsbank und der Bank von Frankreich beträgt dieses Konto über ein Viertel des Aktienkapitals.

Für den Geschäftsbetrieb selbst ist Eigenkapital nicht erforderlich: die Bank von England zum Beispiel hat ihr Aktienkapital dem englischen Staat geliehen und hierfür unverläuflichen Schuldstock erhalten; Noten und Depositen genügen zur Beschaffung der Betriebsmittel vollständig.

Es mochte in den ersten Zeiten der Notenbanken ratsam erscheinen, des Vertrauensmoments wegen mit großem Kapital zu beginnen; heute aber, wo die Institute tief eingewurzelt sind, wird die Note der Bank von Frankreich, der Reichsbank, der Oesterreichisch-Ungarischen Bank in blindem Vertrauen genommen, ohne daß die Mehrzahl der Inhaber auch nur die Höhe des Kapitals der Notenbank kennen. Da nun die Aufgaben des Eigenkapitals bis auf wenige Reste entfallen sind und dieses in seiner bei den großen Zentralbanken sehr beträchtlichen Höhe eine genügende Gewähr selbst gegen den Eintritt katastrophaler Verluste bietet, haben die Zentralnotenbanken, von einzelnen Fusionsfällen abgesehen, ihr Kapital nur ausnahmsweise erhöht. Die Bank von Frankreich hat heute das gleiche Kapital wie 1857; die Bank von England hat ihr Kapital seit 1816 nicht mehr verändert und unterläßt auch Reserverückstellungen. Das Aktienkapital der Bank von England, das 1722 mit 9 Millionen Pfund eine für jene Tage ungeheure Summe dargestellt hatte und noch 1816 mit 14.553 Millionen Pfund ungewöhnlich groß erschienen war, ist heute geringer als das allerdings zum Teil nicht eingezahlte Kapital mehrerer großer englischer Depositenbanken. In Deutschland verfügen die Deutsche Bank, Diskontogesellschaft und Dresdener Bank, in Frankreich der Crédit Lyonnais, die Société générale und das Comptoir d'Escompte über ein größeres Eigenkapital als die Notenbank.

Die Zurückhaltung gegenüber der Heranziehung neuen Eigenkapitals hat zu drei verschiedenen Zeiten und von verschiedenen Gesichtspunkten aus scharfe Kritik erfahren.

In Frankreich forderte eine starke Partei nach der Krise von 1863 Erhöhung des Aktienkapitals der Bank von Frankreich, um dadurch die Mittel zu erweiterter Diskontierung zu gewinnen; die Vertreter der Bank erwiderten darauf mit Recht, daß die Grenze für die Wechseldiskontierung durch Besitz von Eigenkapital nicht weit hinausgeschoben werden könnte; die Erhöhung mag zuzüglich des Agio 30 bis 40 Millionen Francs betragen — Mehrdiskontierungen innerhalb dieser Grenzen würden aber bei starker Konjunktur nicht viel nützen, es handle sich vor allem darum, die Möglichkeit erhöhter Notenemission zu schaffen.

Gleichfalls nach einer Periode sehr teuren Geldes wurde in der deutschen Bankenquete von 1909 die Frage der Kapitalserhöhung der Notenbank zur Diskussion gestellt; die Befürworter dieser Maßnahme gingen von zwei verschiedenen Argumenten aus: Die einen wollten der Reichsbank erhöhte Mittel für jene Geschäftszweige geben, die nicht Notendeckungsgrundlage bilden. Da die Reichsbank nur auf Basis von Wechselkrediten Noten ausgeben darf, sollte das Kapital vergrößert werden, um mehr Raum für Lombarddarlehen und Landwirtschaftswechsel zu schaffen, welche nach der Laufzeit von drei Monaten prolongiert werden müssen; aber an Mitteln für diese Anlagen (von den Prolongationswechseln abgesehen, die in das Portefeuille der Notenbank nicht gehören) hat es der Reichsbank nie gefehlt, das Depositengeschäft liefert sie in genügendem Maß. Von anderer Seite wurde Kapitalerhöhung zur Stärkung des Goldbestandes verlangt. Aber dieses Ziel läßt sich einfacher und billiger als durch Kapitalerhöhung durch Heranziehung von Depositen erreichen; aus dividendenberechtigtem Aktienkapital eine zinslose Goldreserve zu schaffen, läßt sich nur dann rechtfertigen, wenn man dieses Ziel in keiner andern Weise erreichen kann.

In England steuert eine unter den Bankpraktikern der City sehr stark vertretene Partei in ähnliche Richtung: sie verlangt, daß der Staat seine Schuld an die Bank von England zurückzahlt, damit diese mit dem freigewordenen Aktienkapital ihre Goldreserve stärken könnte; hier handelt es sich im Gegensatz zu den französischen und deutschen Vorschlägen um eine hohe Summe, rund 11 Millionen Pfund: aber auch da ergibt sich die Frage, wer den sehr beträchtlichen Zinsausfall tragen solle, und da sich bisher niemand dazu verstehen wollte, ist die Anregung über das Diskussionsstadium nicht hinausgekommen.

Infolge des Unterlassens von Kapitalerhöhungen baut sich somit auf einem gleichbleibenden Aktienkapital ein immer größeres Geschäft auf; bei der Bank von England sind seit ihrer letzten Kapitalerhöhung im Jahre 1816 die Verpflichtungen von 38 auf 85.2 Millionen £ (23. Juli 1914) gestiegen und der Prozentsatz des Eigenkapitals zu den Verpflichtungen ist von 4.8 auf 2% gesunken; bei der Bank von Frankreich ist die Summe der Verpflichtungen von 1857 bis Mitte 1914 bei gleichem Kapital von 862 auf 7288 Millionen fcs. gestiegen, der Anteil des Eigenkapitals von 21 auf 3.1% gesunken. Bei der Reichsbank hat sich seit der letzten Kapitalserhöhung von 1904 die Summe der Verpflichtungen von 1823 auf 2835 Millionen Mark (23. Juli 1914) erhöht, der Anteil des Eigenkapitals sank von 13 auf 8.6%. An Tagen starker Inanspruchnahme und in Kriegszeiten wird das Verhältnis noch ungünstiger. Durch die Entwicklung eines immer größeren Geschäfts bei stehendem Aktienkapital ist den Notenbanken ungeachtet der wachsenden Ansprüche der Staaten auch in Depressionsjahren ein starker Nutzen gesichert und der in vergangenen Jahrzehnten oft und von ernster Seite gegen manche Bank erhobene Vorwurf der Gewinnpolitik zugunsten der Aktionäre und auf Kosten der Volkswirtschaft — der unter anderem auch zur Einführung der Notensteuer in Deutschland und Oesterreich und zur Entziehung des Zinsennutzens über 6% in Frankreich Veranlassung gegeben hat — ist in der Gegenwart verstummt. Die Notenbanken brauchen nicht Vorbereitungen für Kapitalerhöhungen zu treffen, der Markt ihrer Aktien bewegt sich regulär, da kein neues Material hinzukommt und sie zahlen darum auch nicht wie die Kreditbanken eine gleichmäßige Dividende aus. So ergibt sich die in mancher Hinsicht merkwürdige Erscheinung, daß die Dividenden der in mehreren Staaten als mündelsicher erklärten Notenbankaktien weit stärker schwanken als jene der anderen Bankaktien.

2. **Das Eigenkapital der Kreditbanken.** Die Aufgaben des Eigenkapitals treten am deutlichsten unter allen Bankgruppen bei den Kreditbanken in Erscheinung. Die Höhe des Aktienkapitals hat für die Anziehungskraft auf die Einleger große Bedeutung: der Inhaber einer Note steht mit der Notenbank in keiner Beziehung, er nimmt die Note im Vertrauen auf ihren Verkehrswert. Die Kreditbanken dagegen stehen mit den Deponenten in direkter Beziehung und viele von diesen achten auf die Bilanz oder zumindest auf die Höhe des Aktienkapitals. Auch die Verlustdeckungsaufgabe kann bei Kreditbanken in tatsächliche Erscheinung treten, da sich ihre Tätigkeit nicht auf schematische, sichere Geschäfte beschränkt. Bei den Zusammenbrüchen der City of Glasgow

Bank 1866, des Comptoir d'Escompte 1889, der Leipziger Bank 1901 und der Niederdeutschen Bank 1910, um nur größere Fälle zu nennen, ist das Kapital verloren gegangen, ja es hat teilweise zur Verlustdeckung nicht ausgereicht. Die dritte Aufgabe, die Sicherung des Geschäftsbetriebs durch Gewinnung nicht rückziehbaren Kapitals hat für die Kreditbanken umso stärkeren Wert, je kurzfälliger die ihnen anvertrauten fremden Gelder sind. Wenn eine Bank 100 Millionen Verpflichtungen und 20 Millionen Eigenkapital besitzt und diesen 120 Millionen Anlagen gegenüberstehen, so kann sie bei Abhebung von Einlagen auch die mit Eigenkapital gewährten Kredite realisieren. Sie hat eine größere Auswahl unter den Anlagen zur Verfügung. Die vierte Aufgabe des Eigenkapitals, die Ermöglichung von Festlegungen, steht mit der dritten in einem gewissen Widerspruch; aus dem Kreditgeschäft heraus ergibt sich namentlich in Reichen, in denen der Investitionsbedarf über die Zunahme des Sparkapitals zeitweilig hinausgeht, die Notwendigkeit der Gewährung von Anlagekapital in Kreditform; hiezu treten bei den kontinentalen Kredit- und generell bei den Finanzbanken die Erfordernisse des Konsortialgeschäfts, welches in einer großen Zahl von Fällen die Durchhaltung von Wertpapieren durch längeren Zeitraum verlangt. Die dadurch verursachten Immobilisationen machen vornehmlich für die mitteleuropäischen Kreditbanken den Besitz eines relativ großen Aktienkapitals, das im Geschäft mitarbeitet, zur Notwendigkeit. Bei den englischen Depositenbanken dagegen, die Festlegungen nur ausnahmsweise vornehmen, dient das Eigenkapital vornehmlich den beiden ersten Aufgaben, der Vertrauenswerbung und eventuellen Verlustdeckung; es ist darum nur zum kleineren Teil eingezahlt und nicht im Kreditgeschäft, sondern in Effekten angelegt.

Ebenso wie bei den Notenbanken, wenn auch nicht in gleich starkem Maß, vermindert sich bei den Kreditbanken die Bedeutung des Eigenkapitals, je länger sie bestehen. Haben sie eine Generation hindurch erfolgreich gewirkt, so ist ihr Name bekannt und der Kredit auch ohne Rücksicht auf die Höhe des Aktienkapitals gegründet; bei einem eingebürgerten großen Geschäft sind Verluste leichter zu vermeiden; die Einlagen lassen sich übersehen, die Anlagen bei jahrzehntelanger Erfahrung genügend liquide gestalten; nur bei Banken, deren Geschäftsbetrieb starke Investitionen erfordert, ist eine weitere Steigerung des Aktienkapitals mit Zunahme des Geschäftes notwendig.

Entsprechend diesen Momenten sinkt ungeachtet starker Reservedotierung der Anteil des Eigenkapitals an dem gesamten werbenden

Kapital ununterbrochen. Der erste Direktor der London and Westminster Bank, Gilbart, hatte noch um die Mitte des vorigen Jahrhunderts das notwendige Eigenkapital einer Kreditbank auf ein Drittel der Betriebsmittel beziffert; es gibt heute keine englische Bank, bei der diese Relation auch nur annähernd erreicht würde. Der folgende Vergleich zeigt, wie sehr sich auch in den beiden letzten Jahrzehnten bei den englischen Kreditbanken das Verhältnis zuungunsten des Eigenkapitals geändert hat; es hatten die Londoner Kreditbanken

1893 47.5 Millionen Pfund Eigenkapital und 266.5 Millionen Pfund fremde Mittel,

1912 79 Millionen Pfund Eigenkapital und 741 Millionen Pfund fremde Mittel

Das Eigenkapital betrug demnach 1893 15.1% der Bilanzsumme,
1912 9.6% der Bilanzsumme.

Eines der führenden Institute, Lloydsbank, hatte zu Ende 1912 bei einer Bilanzsumme von 104.8 Millionen Pfund ein eingezahltes Aktienkapital von 4.2, eine Reserve von 2.9 Millionen; das Eigenkapital betrug 6¾, das Aktienkapital 4% der Bilanzsumme. Freilich steht ihr das Recht zu nicht weniger als 22 Millionen Pfund Aktienkapital einzuberufen, aber selbst die Einforderung eines Drittels dieser Summe würde den schwersten Kursrückgang der Aktien hervorrufen, da die bisher bezahlte Dividende auf ein Drittel zusammenschrumpfen würde.

Auch in den andern Reichen zeigte sich die gleiche Erscheinung; in den Vereinigten Staaten betrug das Eigenkapital in Prozenten der Verbindlichkeiten bei den

National-(Noten- und Kredit-)banken	1890	39%	1913	15.7%
bei den Staaten-(Kredit-)banken	„	38%	„	13.5%

Bei den fünf großen französischen Kreditbanken war das Eigenkapital zu Ende 1912 nur 14.6% der Verbindlichkeiten. Bei den deutschen Banken ist, entsprechend der starken Betätigung im Anlagekredit- und Konsortialgeschäft, die Relation des Eigenkapitals zu der Bilanzsumme ungleich größer (zu Ende 1912 bei den Berliner Banken 30%, den Provinzbanken mit über 10 Millionen Kapital sogar 37%), aber auch hier zeigt sich, wenn auch in weit schwächerem Maß, dieselbe Tendenz: so hat zum Beispiel die Deutsche Bank von 1909—1912 ihre Bilanzsumme von 1892 auf 2255 Millionen Mark, um 40%, gesteigert, ohne ihr Kapital zu verändern. Und nach den Feststellungen Bosenicks hatte im Durchschnitt der Jahre 1870—75 jene Berliner Bank, die das geringste Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme hatte, noch

eine günstigere Relation als jene Bank, bei der in der Zeit von 1905—10 das Eigenkapital unter allen Berliner Instituten die höchste Quote der Bilanzsumme erreichte.

Das Maß der Herabsetzung der Bedeutung des Eigenkapitals ist in den einzelnen Reichen je nach der Geschäftspolitik den Kreditbanken verschieden, die Tendenz ist überall gleich. Bei dem immer stärkeren Zurücktreten der Aufgaben des Eigenkapitals ist es begreiflich, daß die Banken die teuerste Form der Kapitalbeschaffung, die Erhöhung des Aktienkapitals, nur mit großem Widerstreben wählen. Die Aktien der deutschen größeren Banken tragen selbst in günstigen Zeiten zum Kurswert zwischen 5 und 5½%; neue Aktien müssen zu niedrigerem Kurs ausgegeben werden, kosten daher 5¼—5¾%; dazu kommen infolge der Steigerung des absoluten Betrags der Dividende erhöhte Steuern und Tantièmen; auf das neue Aktienkapital muß daher im günstigsten Fall ca. 6½% dauernd reinverdient werden, ein Zinssatz, der für Einlagen auch in den ungünstigsten Konjunkturmomenten nicht entrichtet zu werden braucht.

Das Zurückbleiben des Eigenkapitals bei den Kreditbanken und das Aufbauen eines immer größeren Geschäftes hat, wenn der Ausgabenkoeffizient nicht zunimmt, entweder ein Emporsteigen der Dividende oder eine Verbilligung der Bankleistungen zur Folge; der erste Fall pflegt bei Konditionsvereinbarungen (England), der zweite bei freier Konkurrenz (bisher Deutschland) einzutreten. Es ist ferner dadurch eine Schranke weggefallen, die sich noch vor wenigen Jahrzehnten die Kreditbanken selbst gestellt hatten: sie ließen das Geschäft nicht zu sehr anwachsen, wenn sie keine Möglichkeit sahen neue Aktien zu plazieren. Heute geht man über dieses Bedenken leichter hinweg — ob nicht zu leicht, das mag erst eine große Krise erweisen.

3. Ungleich den Kreditbanken haben die Sparkassen von ihrer Gründung an entweder ohne oder mit geringem Eigenkapital gearbeitet. Das Vertrauen kam ihnen von Anfang an entgegen, infolge staatlicher Organisation wie bei den Postsparkassen, den französischen und englischen Instituten, städtischer Garantie wie meist in Deutschland oder des Ansehens der Gründer wie bei den freien Sparkassen in Oesterreich, Italien und der Union. Verluste sind bei der schematischen Art des Geschäftsbetriebs begrenzt, werden überdies von öffentlichrechtlichen Körperschaften getragen, wo ein Garantieverhältnis besteht. Die Sicherung der Geschäftsdisposition ist durch das reguläre Ueberwiegen langfristiger Einlagen gewährleistet.

Aus der historischen Entstehung als kleine Volksinstitute ist die

Vernachlässigung des Eigenkapitals bei den Sparkassen zu erklären; aber bei der heutigen Größe dieser Anstalten ist die Fortsetzung der bisherigen Politik nicht ohne Gefahr. In Mitteleuropa und in den Vereinigten Staaten haben die Sparkassen einen sehr großen Teil ihrer Einlagen in langfristigen Hypotheken investiert, die bei größeren Einlagenabhebungen nicht realisiert werden können, und die sehr beträchtlichen Rentenanlagen haben den selbständigen wie den Postsparkassen in der letzten Periode erhebliche Verluste zugefügt. In Anbetracht dieser beiden Risiken kann es zum Beispiel kaum als hinreichend angesehen werden, wenn die deutschen Sparkassen zu Ende 1911 bei einem Einlagenstand von nicht weniger als 18 000 Millionen Mark über Reserven verfügten, die nur 5.3% dieses Betrags repräsentierten; und die Erfahrungen des letzten Jahrzehnts werden doch wohl eine stärkere Dotierung der Reservefonds herbeiführen als bisher.

Von den Kreditgenossenschaften haben die nach dem System Schulze-Delitzsch arbeitenden bewußt ihr Eigenkapital in Höhe von über einem Viertel der Bilanzsumme erhalten; die ländlichen Raiffeisenkassen dagegen arbeiten in Deutschland mit einem verschwindend geringen Eigenkapital (auf unter 4% der Bilanzsumme im Durchschnitt geschätzt). Allerdings genießen gerade diese Kassen in ihrem lokalen Kreis infolge ihrer Wirksamkeit außerordentlich hohes Vertrauen, aber bei der sehr starken Verwendung der fremden Gelder zu Anlagekrediten wird eine größere Quote von Eigenkapital in Deutschland seit Jahren von ernsten Stimmen verlangt und die Zentralgenossenschaftskasse ist bemüht, das Verhältnis auf 10% hinaufzusetzen. — Bei Sparkassen wie Genossenschaften arbeitet das Eigenkapital im laufenden Geschäft mit.

4. Bei den Pfandbriefinstituten fällt die dritte und vierte Aufgabe des Eigenkapitals fort: Die Sicherung der Disposition wird durch die Ausgabe von Pfandbriefen gewährleistet, die die Bank lediglich vertragsmäßig einzulösen verpflichtet ist, und für die Investierungen stehen in den Pfandbriefen langfristige, billige Mittel zur Verfügung. Die Pfandbriefbank braucht darum Eigenkapital nur in den ersten Jahren ihres Bestehens zum Erwerb von Vertrauen, ferner zur Deckung von Verlusten. Bei gutem Geschäftsgang ist die Vertrauenserhaltung nicht an eine Steigerung des Aktienkapitals geknüpft, und für Aktienhypothekenbanken war daher die Versuchung naheliegend eine Beharrungstendenz in der Höhe des Aktienkapitals eintreten zu lassen, wo) durch die Dividende (infolge des sich immer mehr steigernden Geschäfts› wesentlich gehoben werden konnte. Dadurch entstand die Gefahr unge-

nügender Verlustdeckung. Das österreichische Gesetz von 1876, welches zuerst diese Materie regelte, hat darum die Pfandbriefausgabe auf den zwanzigfachen Betrag des für Pfandbriefe notwendigen besonderen Sicherstellungsfonds normiert, das deutsche Hypothekenbankgesetz von 1899 gestattet den reinen Hypothekenbanken die Pfandbriefausgabe bis zum fünfzehnfachen, den „gemischten" Hypothekenbanken (die auch Kreditgeschäft treiben) bis zum zehnfachen des Eigenkapitals, wobei weitergehende statutarische Rechte aufrecht bleiben, sofern sie nicht eine Emission in Höhe von mehr als dem zwanzigfachen des Eigenkapitals zulassen.

Beide Gesetze sind nach schweren Krisen der Hypothekenbanken entstanden: die Verlustdeckungsaufgabe kommt für die längere Zeit wirkenden Institute allein in Betracht. — Bei den deutschen Hypothekenaktienbanken betrug das Eigenkapital zu Ende 1912 10.4%, beim französischen Crédit foncier 11.3% der Bilanzsumme; es wird nur ausnahmsweise im Pfandbriefgeschäft selbst, gewöhnlich entweder im Baukredit oder im sonstigen laufenden Bankgeschäft, zum Ankauf von Diskonten oder als Guthaben bei Kreditbanken angelegt.

5. Bei den Lebensversicherungsgesellschaften ist das Vertrauensmoment bei längerem erfolgreichen Bestehen gleichfalls durch das Wirken selbst gegeben. Die Gefahr der Verluste und unerwarteten Abhebungen verringert sich mit der Ausdehnung des Geschäftes; Investitionen können aus den Prämieneinnahmen vorgenommen werden. Hier türmt sich somit ein immer größerer Geschäftsumfang auf einem meist nur durch Reservedotierung langsam wachsenden Eigenkapital auf und bei gleichbleibendem Ausgabenkoeffizienten wird auch hier entweder eine Verbesserung der Konditionen für das Publikum oder eine stetige Erhöhung der Dividende auf das vielfach nur zum Teil eingezahlte Aktienkapital eintreten. Die geringe Bedeutung des Eigenkapitals in der Lebensversicherung hat in der Gegenwart jener Strömung zum Erfolg verholfen, die starke Reservedotierung und vornehmlich hohe Gewinnausschüttungen an die Versicherten fordert. — Das Eigenkapital (Aktien und eigene Reserven) ist in den sechziger und siebziger Jahren des vorigen Jahrhunderts und in den Vereinigten Staaten bis vor wenigen Jahren vielfach spekulativ angelegt worden, doch überwiegt gegenwärtig überall die Tendenz zu ähnlicher Verwendung wie es bei der Prämienreserve der Fall ist. —

Die große Mehrheit der Banken — mit Ausnahme der Hypothekenbanken und teilweise der Lebensversicherungsgesellschaften — legt ihr Eigenkapital in denselben Geschäftszweigen wie die fremden Mittel

an. Zu verschiedenen Zeiten wurde die Forderung vertreten, daß die Banken im Interesse erhöhter Sicherheit ihr Eigenkapital außerhalb des sonstigen Betätigungskreises anlegen sollten, vornehmlich in Renten; zugunsten dieser Ansicht wurde die Unabhängigkeit von Katastrophen geltend gemacht, die das sonstige Kreditgeschäft treffen könnten, ferner die Möglichkeit, bei Bedarf aus einer weniger empfindlichen Sphäre des Wirtschaftslebens Mittel heranzuziehen. Wenn das Eigenkapital gleichfalls in Krediten angelegt ist, dann kann die Bank sich bei Abhebungen von Einlagen nur durch Kündigung der Kredite Mittel beschaffen, ist es aber in Effekten investiert, dann kann durch Verkauf derselben Hilfe geschaffen werden. Indessen würden diese Argumente nur für Effektenanlage überhaupt, nicht gerade für die Anlage des Eigenkapitals in Effekten sprechen. —

Wo die Bankleistungen nicht verbilligt wurden oder der Ausgabenkoeffizient nicht gestiegen ist, dort fließt den Aktien infolge des sich erweiternden Geschäfts ein immer größerer Nutzen zu; die Aktien solcher Institute, bei denen das Kapital zur Verlustdeckung nicht herangezogen zu werden braucht — wie bei den meisten Lebensversicherungen, einem Teil der Hypothekenbanken, den englischen und französischen Kreditinstituten — gelten als Zinspapiere mit steigendem Ertrag und notieren zu einem Kurs, der in nicht seltenen Fällen geringeres Erträgnis abwirft als die Staatsrenten. Bei den mitteleuropäischen Kreditbanken ist die gleichmäßige Dividende nicht überall gesichert und kann die Verlustdeckungsaufgabe in Erscheinung treten. Bei den Notenbanken haben in den meisten Reichen die wachsenden Ansprüche der Staaten die Wirkung, die sonst zunehmende Geschäftsausdehnung auf gleichbleibendes Kapital ausüben müßte, zum großen Teil ausgeglichen.

4. Das Verhältnis zwischen Passiv- und Aktivgeschäften.

Infolge des immer stärkeren Zurücktretens des Eigenkapitals sind für alle Bankorganisationen die „fremden Gelder" von entscheidender Bedeutung; sie bilden in der Hauptsache das „Passivgeschäft", die Anlagen das „Aktivgeschäft".

In der Doktrin wird fast ausnahmslos die These aufgestellt, es sei das Leitprinzip der Bankverwaltung, daß die Aktivgeschäfte den Passivgeschäften entsprechen müssen; mit dieser an sich richtigen Behauptung ist aber nichts dem Bankwesen Eigentümliches ausgesagt: denn jedem Unternehmen müssen zur Zeit, wo seine Verpflichtungen

fällig werden, Eingänge aus Forderungen zur Verfügung stehen. Wer für drei Monate borgt, muß seine Dispositionen so einrichten, daß er bei Ablauf der Zeit die Mittel zur Rückzahlung erhält. Es muß auch auffallen, daß dieses „Prinzip der Liquidität", wie man es gewöhnlich bezeichnet, in der Praxis bei einer Gruppe von Banken nicht ausgesprochen zu werden pflegt, nämlich bei den Hypothekenbanken: eine Hypothekenbank, die Pfandbriefe mit 55 jähriger Dauer ausgibt und jährlich ½% rückzahlt, die so gewonnenen Mittel zu Hypothekenkrediten auf 55 Jahre mit jährlicher Tilgung verwendet, ist gerade ein Muster für eine dem Passivgeschäft völlig entsprechende Anlage im Aktivgeschäft; dennoch wird, wenn von Liquidität gesprochen wird, niemand an die Hypothekenbanken denken. — Auch bei den Versicherungsgesellschaften wird man diese Forderung kaum je erörtern hören; sie wird so gut wie ausschließlich den Depositen- und Notenbanken gegenüber angewendet.

Von allen andern wirtschaftlichen Unternehmungen unterscheiden sich diese beiden Bankgruppen durch die Ungewißheit des Fälligkeitstermins des größten Teils ihrer Schuldverpflichtungen. Keine der großen Notenbanken vermag zu sagen, wann und in welchen Beträgen die von ihr ausgegebenen Noten zur Einlösung präsentiert werden; von den Depositen der Deutschen Bank sind 70% täglich oder in wenigen Tagen abhebbar, und bei der Dresdener Bank ist nur bei 4% aller Depositen ein längerer als dreimonatlicher Ueberlassungstermin bedungen. Zudem erfolgt Noteneinlösung oder Guthabensabhebung nicht aus Momenten, die sich mit einiger Sicherheit vorherbestimmen lassen: die Verpflichtungen der Lebensversicherungsgesellschaften werden z. B. fällig, wenn der Versicherte das 60. Jahr erreicht oder wenn er stirbt, somit unter Bedingungen, die (vom Selbstmord abgesehen) vom Willen des Versicherten unabhängig sind und deren Eintrittsdauer bei einer größeren Zahl von Versicherten auf Grund der Sterblichkeitstafeln mit annähernder Genauigkeit errechnet werden kann; die Erfüllungszeit der Verpflichtungen bei Depositen- und Notenbanken hängt aber nicht von objektiven Momenten, sondern ausschließlich vom freien Entschluß der Noteninhaber und Deponenten ab, der sich natürlich jedem Versuch einer exakten Messung entzieht.

Die Kenntnis der Einleger und der Art ihres Geschäftes vermag Anhaltspunkte für eine Schätzung der Abhebungszeit zu geben, die aber nur sehr ungenau sein kann; die Banken dürfen sich darauf nicht verlassen, sondern müssen ihre Vorkehrungen so treffen, daß sie auch an sie gestellte Ansprüche erfüllen können, welche ihre Schätzung über-

schreiten. Die Liquidität der Depositen- und Notenbanken unterscheidet sich von jener aller andern wirtschaftlichen Unternehmungen durch die Notwendigkeit täglicher Bereitschaft; jede dieser Banken muß bereit sein, das Höchstmaß der Abhebungen oder Einlösungen sofort leisten zu können; und nach diesem Grundsatz richten sich die Aktivanlagen. Die Banken erwerben regulär nicht Eigentum, sondern gewähren Kredit und zwar in solcher Weise, daß ihnen sofort ein großer Teil der verliehenen Mittel wieder zur Verfügung stehen kann. Dieses Ziel kann von den Depositenbanken entweder durch Verleihung großer Beträge auf täglichen oder kurzfristigen (on call) Abruf erreicht werden, wie dies der englischen und nordamerikanischen Bankpraxis entspricht (eigene Liquidität), oder durch Gewährung von Krediten, die im Notfall an die Notenbank weitergegeben werden können (Wechselkredite), wie dies Brauch auf dem Kontinent ist.

Im letzteren Fall trägt die Notenbank die Hauptlast der Liquiditätssorge; sie muß darauf gefaßt sein, nicht bloß allen Ansprüchen, die aus den Kreisen der Noteninhaber und ihrer Deponenten an sie gestellt werden, zu genügen, sondern auch noch allen andern, die eventuell von den Depositenbanken herankommen. Im letzten Jahrzehnt wurde in vielen Reichen die Frage erörtert, ob die Lösung dieser Aufgaben den großen Notenbanken möglich sei. Wie und innerhalb welcher Grenzen dies erreicht werden kann, wird im Kapitel über die Liquidität der Notenbank untersucht werden. —

Die Depositenbanken rechnen damit, daß ein bestimmter Prozentsatz der fremden Gelder ihnen dauernd verbleibt; diese Quote ihrer Mittel investieren sie; jenen Teil, den sie flüssig erhalten wollen, legen sie in solchen Formen an, die Rückberufung in kurzer Frist oder Zutritt zur Notenbank ermöglichen: Der Betriebskredit an Industrie und Handel und der Effektenkredit entspricht diesen Forderungen; den Markt, auf dem Angebot und Nachfrage für diese Kredite sich begegnen, bezeichnet man in der Praxis als Geldmarkt. Die neuere Entwicklung hat immer mehr dazu geführt, die Notenbanken, die bis in die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts die Herrschaft über den Geldmarkt besaßen, in eine Stellung zu drängen, die in günstigen Zeiten mehr subsidiären Charakter hat, im Zenit einer Konjunkturperiode, in Kriegs- oder in Panikzeiten jedoch für den Geldmarkt durch die entscheidende Stützung eine außerordentliche Bedeutung gewinnt; um die Position der Notenbank klarer zum Ausdruck zu bringen, wird in der folgenden Darstellung im Gegensatz zur bisherigen Tradition zunächst der Geldmarkt und die Stellung der Depositenbanken auf demselben und dann erst die Notenbank und ihr

Verhältnis zu Geldmarkt und Banken geschildert. Daran schließt sich die Analyse des Kapitalmarktes, auf dem die Depositenbanken mit der nicht „liquide" angelegten Quote ihrer Gelder, die Finanzbanken und die Pfandbriefinstitute ihre Tätigkeit entfalten.

5. Die „fremden Gelder".

Die Mittel der Depositenbanken, die unter verschiedenen Namen als Depositen, Spareinlagen, Kreditoren in den Bilanzen erscheinen, lassen sich ihrer Herkunft nach in folgende Gruppen scheiden:

1. Kassenbestände derjenigen Wirtschaften, welche sich bei ihren Zahlungen des Scheck- oder des Ueberweisungsverkehrs bedienen; diese Einlagen sind am stärksten in England und den Vereinigten Staaten entwickelt, wo eine für diesen Zweck vorzüglich durchgebildete Bankorganisation das Publikum seit Jahrzehnten zur Ueberlassung der Kassenführung an die Banken herangezogen hat, sie haben sich in den beiden letzten Dezenien in Mitteleuropa stärker eingebürgert, sind in Frankreich und Rußland dagegen relativ weniger entwickelt. Diese Guthaben sind am empfindlichsten und unterliegen rascher Rückforderung, da sie für die Inhaber der Konti Kassenvorrat darstellen.

2. Einlagen, die im zeitlichen Zwischenraum zwischen Einnahmenerzielung und Konsumtion gemacht werden; ihre Höhe hängt von den Zahlungssitten ab; sie wird dort nicht unbeträchtlich sein, wo Zahlungen für drei Monate (Mieten, Beamtengehalte) oder für ein Jahr (landwirtschaftliche Zahlungen in Schottland) erfolgen. Wer 600 Mark für dreimonatlichen Verbrauch erhält, wird leichter geneigt sein das Geld zur Bank zu tragen und allmählich abzuholen als derjenige, der 200 Mark für den Monat oder gar 50 Mark für die Woche erhält. Die Abhebungstermine dieser Einlagen sind bei längerer Kontoführung einigermaßen abzuschätzen.

3. Einlagen im Zwischenraum zwischen Einnahmenerzielung und dauernder Kapitalanlage; hiezu gehören die namentlich in Frankreich sehr stark vertretenen Konti der ländlichen und gewerblichen Berufsklassen, die so lange mit neuen Zuschüssen versehen werden, bis größere Beteiligungen bei einer Anleihesubskription möglich wird; die Einnahmenüberschüsse von Kapitalbesitzern, die eine Wendung der Marktlage erwarten und in der Zwischenzeit nicht investieren wollen; Einnahmenüberschüsse, die für eine Unternehmung bereit gehalten werden, die erst in einiger Zeit Mittel benötigen wird, wie namentlich die Gut-

haben der Industriegesellschaften, welche der Deckung späterer Investitionen dienen sollen.

4. Erlös aus Konsortialgeschäften, den der Schuldner nicht sofort benötigt; die Zeit der Ueberlassung dieser Gelder ist meist vertragsmäßig festgelegt.

5. Spareinlagen, die lediglich des Zinsnutzens wegen gemacht werden, bei denen weder persönlicher Verbrauch noch Investition in näherer Zeit beabsichtigt ist.

Für die Summe der Einlagen der ersten Art aus der Uebergabe der Kasseführung an die Banken, ist in Reichen mit eingebürgertem Scheckverkehr die Höhe der Zinsvergütung ohne Bedeutung; die Sicherheit gegen Verlust des Geldes, die bequeme Leistung selbst der größten Zahlungen überallhin läßt die Banküberträgung als so großen Vorteil erscheinen, daß die Frage der Zinsenvergütung für diese Guthaben (die bei eigener Kassenführung selbstverständlich nichts tragen würden) in den Hintergrund tritt. In England wird für solche Einlagen kein Zins vergütet: die Gewohnheit der Bevölkerung und die Kostspieligkeit und Unbequemlichkeit aller andern Zahlungsformen namentlich auch von Ort zu Ort läßt die Uebernahme der Kassenführung als einen Dienst erscheinen, den die Banken dem Publikum gewähren; in Reichen aber, in denen der bankmäßige Zahlungsverkehr sich erst einbürgern muß und in denen die Einlagenkonditionen unter den Banken nicht so einheitlich geregelt sind wie in England, wird auch für solche Einlagen Zinsvergütung geleistet.

Die Vergütung für alle anderen Einlagearten hängt mit der Höhe der Bankrate zusammen.

6. Eine Gruppe der fremden Gelder, die in der neueren Literatur der Preistheorie besondere Beachtung gefunden hat, stellen die aus Kreditgewährung der Bank selbst herrührenden Depositen dar. Wenn jemand für 50.000 Mark Wechsel diskontiert und den Betrag einstweilen der Bank überläßt, so werden ihm die 50.000 Mark gutgeschrieben, während die Wechsel unter die Aktiven eingestellt werden. Die Bank hat somit auf Grund eines Buchkredits Wechsel gekauft, den sie selbst geschaffen hat, sie hat eine neue Aktivpost gewonnen, ohne daß sich ihre Kasse oder ihr Guthaben bei anderen Banken verringert hat. Manche Autoren, namentlich amerikanische Nationalökonomen, haben an den Vorgang weitreichende Konsequenzen geknüpft und in dieser Geldschaffung eine der Hauptursachen der Preissteigerung erblickt; es scheint jedoch die praktische Bedeutung derartiger Depositen stark überschätzt zu werden. Der Diskonteur verzichtet auf den Zinsgenuß des

Wechsels und begnügt sich mit der wesentlich geringeren Vergütung, die für Einlagen geleistet wird, in England und generell bei Diskontierung durch die Notenbank erhält er überhaupt keine Verzinsung; er wird daher nur dann diskontieren und den Betrag sich gutschreiben lassen, wenn er in den nächsten Tagen Zahlungen zu leisten hat. Derartige Einlagen verbleiben den Banken darum nur durch wenige Tage.

Die englischen Banken pflegen auch die eingeräumten, aber noch nicht benützten Betriebskredite als Depositen zu buchen; diese Praxis, die viel Befremden hervorgerufen hat, findet dadurch eine ganz selbstverständliche Erklärung, daß die Depositen und Kreditoren die Summe der Verpflichtungen der Bank darstellen. Wenn ein Kredit von 300.000 Mark gewährt und nur 50.000 abgehoben wurde, so ist die Bank verpflichtet noch 250.000 Mark bereit zu halten; der Kunde, dem Kredit eingeräumt wurde, hat dasselbe Recht auf die Bank zu ziehen wie jeder Einleger. Auf dem Kontinent und in der Union dagegen werden die noch nicht benützten Kredite aus dem Grund nicht gebucht, weil für Depositen Zinsen vergütet werden. Dadurch ist aber aus der Bilanz nicht die Gesamtsumme der Verpflichtungen ersichtlich, die die Bank auf sich genommen hat.

II. Der Geldmarkt.

6. Die Kredite des Geldmarkts.

Die Kredite des Geldmarkts zerfallen in zwei Gruppen, die Betriebs- und die Effektenkredite.

Gemeinsam ist beiden Gruppen

1. die Rückzahlung in kurzem Termin;

2. die Gewährung für einen bestimmten wirtschaftlichen Zweck, mit dessen Erreichung die Rückzahlung verbunden ist. Dieser Zweck kann in der Fertigstellung von Waren oder der Realisierung der Spekulation liegen;

3. die Uninteressiertheit des Kreditgebers am Geschäftserfolg. Es sind reine Zinsgeschäfte ohne Anteil am Unternehmergewinn, ohne Interesse an der Art des Geschäftes selbst.

Diese Merkmale rechtfertigen die Anlage großer Mengen kurzfälliger Depositen in beiden Geschäftszweigen; es muß rasche, sichere Rückzahlung der Kredite gewährleistet sein; darum wird als Entgeld nur ein relativ niedriger Zins verlangt, gleichgiltig wie groß der vom Schuldner erzielte Gewinn ist.

In der Literatur wird mehrfach hervorgehoben, daß von einem

„Markt" nicht eigentlich die Rede sein kann. Das trifft aber nicht zu. Der Markt im Sinn unserer Wirtschaft wird dadurch charakterisiert, daß die Teilnehmer an demselben die Bedingungen, zu welchen ihre Konkurrenten bieten, abschätzen können; in diesem Sinn ist der Marktbegriff bei den Geldmarktkrediten gegeben; eine örtlich konzentrierte Marktorganisation besteht nur für den Verkehr in Primadiskonten, Devisen und Ultimogeld, dem „Geldmarkt im engeren Sinn".

Die Bedeutung der einzelnen Formen des Betriebskredits für die bankmäßige Anlage lassen sich am deutlichsten durch Schilderung ihrer Wirkung im Produktions- und Verkehrsprozeß darstellen; wir wählen die Baumwollverarbeitung als Beispiel.

7. Der Remburskredit.

Ein europäischer Händler kauft Baumwolle in den Vereinigten Staaten; er kann die Ware nicht sofort bezahlen, da sie ja zuerst nach Europa kommen muß und auch nach ihrer Ankunft einige Zeit vergehen mag, bis sich genügend Käufer finden. Der kaufmännischen Situation würde es entsprechen, wenn der amerikanische Pflanzer (den amerikanischen Händler schalte ich der Einfachheit halber aus der Darstellung aus) auf den europäischen Händler einen Wechsel ziehen würde. Der Name des europäischen Händlers ist aber in der Union unbekannt, und wenn der Farmer den Wechsel mit der Unterschrift des Händlers zu seiner Bank in Texas tragen würde, so würde sich diese in den meisten Fällen weigern den Wechsel zu diskontieren.

Aus diesem Grund ersucht der Händler eine europäische Bank, bisher meist ein in London ansässiges Institut, ihm einen Rembours-(Nachnahme)kredit zu gewähren, das heißt an seiner Statt zu akzeptieren, wogegen als Sicherung die Baumwolle verpfändet wird. Die Bank gibt zum Beispiel einen Rembourskredit von 30.000 £, sie ermächtigt den europäischen Händler, auf sie bis zu dieser Höhe zu ziehen; der Vertreter der Bank in den Vereinigten Staaten folgt das Akzept dem Baumwollpflanzer nur unter der Bedingung aus, daß ihm die die Versendung der Baumwolle bescheinigenden Bahndokumente übergeben werden; bei Uebergabe der Ware auf ein nach Europa fahrendes Schiff werden die Bahn- gegen die Schiffskonossements ausgetauscht; bei der Ankunft im europäischen Hafen wird die Ware in ein Lagerhaus eingelagert und an Stelle des Ladescheins tritt der Lagerschein; die Bank hat somit die ganze Zeit hindurch völlige Deckung, jene Fälle ausgenommen, in welchen die Bank dem Händler die Waren (in Eng-

land gegen letter of lien, einem generellen Verpfändungsbrief auf mobile Werte) ausfolgt.

In der Zwischenzeit ist das Dreimonatsakzept, das die europäische Bank gegeben hat, vom amerikanischen Farmer an seine Bank in Texas diskontiert worden; die Bank von Texas gibt diese Devise an ihre New-Yorker Bankverbindung weiter; die New Yorker Bank behält die Devise entweder selbst bis zum Zeitpunkt, wo sie Zahlungen nach Europa zu leisten hat oder sie verkauft sie an einen anderen Schuldner des europäischen Platzes oder an die Devisenspekulanten. Das europäische Haus, welches das Akzept an Zahlungsstatt vom Amerikaner bekommt, behält es entweder bis zum Verfall bei sich oder verkauft es auf dem Wechselmarkt an eine Bank, die gerade für die Zeit, welche der Wechsel noch zu laufen hat, eine zinstragende Anlage sucht. Nach Ablauf der drei Monate wird das Akzept der Bank, die es gezeichnet hat, zur Einlösung präsentiert; in der Zwischenzeit hat der Baumwollhändler die Baumwolle verkauft, der Bank den Betrag des Kredits zurückgezahlt, so daß diese die Mittel zur Einlösung des Akzeptes erhält.

Da beim Remburskredit nicht der volle Wert der Waren gegeben wird, sondern eine starke Marge für Preisschwankungen bedungen ist, ist das Risiko der kreditgebenden Bank eingeschränkt; außer im Fall der Dokumentenfälschung kann die Bank nur dann Schaden leiden, wenn ihr Schuldner seine Zahlungen einstellt und ein rascher, ungewöhnlich heftiger Preissturz in Baumwolle eintritt, der die bedungene Marge überschreitet; die Insolvenz des Schuldners allein bringt der Bank noch nicht Verlust, da ihr in diesem Fall das Recht des Verkaufs der Waren zusteht. Da es sich beim Transport aus Uebersee regulär um Massengüter handelt, die an Warenbörsen umgesetzt und notiert werden, genügt ein Auftrag an einen Makler, um die Ware in kurzer Frist zu verkaufen.

Die Bank hat den Kredit gewährt, ohne eigene Mittel zu engagieren; sie hat ihr Akzept gegeben und erhält Deckung, ehe sie das Akzept einlösen muß; Eigenkapital benötigt sie für diese Kredite nur in jenen seltenen Fällen, in welchen der Schuldner nicht zahlt und sofortiger Verkauf der Ware nicht möglich ist. Dieser Umstand, die relative Sicherheit des Kredites und die internationale Bankenkonkurrenz haben die Konditionen für den Remburskredit außerordentlich herabgesetzt; in zahlreichen Fällen bedingen die Banken nur ¼% pro Quartal, das heißt sie gewähren Dreimonatskredite für 50.000 £ mit einem Nutzen von nur 125 £! Das Akzept wurde bisher meist zum niedrigen Privatsatz diskontiert, so daß der Kredit sehr geringe Zinsen bedingt.

Das bankmäßige Rembursgeschäft wurde bis zu Kriegsbeginn am stärksten in London gepflegt. England hat einen ausgebreiteten überseeischen Handelsverkehr seit zwei Jahrhunderten; seine Privatbankiers pflegen diesen Geschäftszweig seit drei, seine foreign banks seit zwei Generationen; Warenhandel und Geldleihe haben die englische Währung, lange Zeit die einzige Goldwährung, überall eingebürgert; bis in die siebziger Jahre des vorigen Jahrhunderts war London der einzige Markt, auf dem Bankakzepte in großen Quantitäten gehandelt werden konnten. Auch in der Gegenwart war London noch immer weitaus der Hauptplatz für den Remburskredit, wenn es auch nicht mehr seine isolierte Stellung bewahren konnte. Zwar hatte es einen großen Teil des Rembursgeschäfts im Export — der sich noch vor einer Generation in Form von Ziehungen auf London vollzog —, verloren, da heute zumeist die direkte Ziehung auf eine Bank an dem überseeischen Platz gewählt wird; für den Importkredit sind neben London mehrere große Märkte für Bankwechsel entstanden und die Markwährung hat sich allenthalben in Uebersee eingebürgert: aber aus zwei Gründen wahrte London noch seinen Vorsprung: wegen des niedrigen Privatdiskonts, zu welchem Bankwechsel diskontiert werden — im Durchschnitt der Jahre niedriger als jener in Deutschland — und wegen der freien Goldhergabe — ein Unterschied namentlich gegenüber Frankreich. Ein Wechsel auf London bedeutete stets ein Recht auf Gold ohne Hinderung, und obwohl auch die deutsche Reichsbank Gold unbeschränkt abgibt, hatte sich im internationalen Verkehr noch immer vielfach die Meinung erhalten, daß London der einzige freie Goldmarkt ist. Aus diesen Gründen wickeln die großen deutschen und französischen Banken ihr Rembursgeschäft hauptsächlich über London ab. Ein Hauptkonkurrent Englands aber, die Vereinigten Staaten, hat sich infolge des für die dortigen Nationalbanken bis zur Bankreform Wilsons bestehenden Verbots, Wechsel zu akzeptieren, im Rembursgeschäft nicht betätigen können. Es scheint unwahrscheinlich, daß London diese Zentralstellung nach Beendigung des Krieges behalten wird. Die zeitweise Einführung des Moratoriums hat das Vertrauen in die stete Zahlungsbereitschaft Englands erschüttert, das Verbot der Einlösung von Wechseln gegenüber dem feindlichen Ausland nimmt der Devise London vom Standpunkt der mitteleuropäischen Reiche den Charakter eines bevorzugten internationalen Zahlungsmittels. Die Möglichkeit der Uebernahme von Akzeptverpflichtungen durch die Nationalbanken macht Amerika im Rembursgeschäft

von England unabhängig. New York, Hamburg und Antwerpen sind dazu berufen, ebenbürtig neben London zu treten.

8. Der Betriebskredit während der Produktionsdauer.

Beim Remburskredit haben wir angenommen, daß die Ware — Baumwolle — während der dreimonatlichen Laufzeit des Wechsels nach Europa befördert und vom Baumwollhändler an den Fabrikanten verkauft wurde. Der Baumwollspinner, der dem Händler zahlen muß, benötigt Kredit bis zur Zeit des Verkaufs des fertiggestellten Produktes; es kann sich bei diesem Kredit um drei Etappen handeln: die Zeit der Verarbeitung des Produktes, die Zeit, während welcher das fertiggestellte Produkt unverkauft auf Lager liegt und endlich die Zeit zwischen Verkauf und Bezahlung der Ware.

Die Verbindung von Wechselkredit mit Warenbelehnung, wie sie der Remburskredit darstellt, ist während der Produktionszeit zumeist unmöglich: die Verpfändung von Waren, die einem Umgestaltungsprozeß unterzogen werden, stößt auf gesetzliche und praktische Schwierigkeiten; aber auch die Verpfändung der fertiggestellten, noch unverkauften Warenvorräte, der Warenlombard, wird relativ selten vorgenommen: Das Einlagern von industriellen Halb- oder Ganzfabrikaten in Lagerhäusern ist schwer durchführbar und die Verpfändung der Waren in der Fabrik selbst ist in den meisten Reichen sehr kompliziert durchzuführen und schadet, da sie nach außen sichtbar ist, dem Kredit des Schuldners.

Der Betriebskredit wird darum gewöhnlich nicht in einer Form gewährt, die durch Warenverpfändung eine Rückzahlung bei Ablauf des durch ihn ermöglichten Produktionsvorgangs garantiert; seine Sicherung stellen vielmehr die gesammten liquiden Aktiven des Unternehmens des Schuldners dar. Diese setzen sich zusammen aus den Vorräten an Rohstoffen und Halbfabrikaten, die verarbeitet werden sollen, den in Verarbeitung befindlichen Materialien, den fertig gestellten, noch unverkauften Produkten und den Außenständen.

Der Betriebskredit ist ein Zinsgeschäft wie alle Geldmarktkredite, der Gläubiger hat am Gewinn keinen Anteil, muß aber auch vom Verlust verschont bleiben; das wird nur möglich sein, wenn der Betriebskredit jene Summe nicht überschreitet, welche sich bei Veräußerung der liquiden Aktiven ergeben würde; bei Bemessung des Betriebskredits muß der Grundsatz herrschen, daß die Bank auch vom Konkurs des Unternehmens unberührt bleibt.

hat ein Unternehmen an Rohstoffen 150.000 Mk., an Fabrikaten im Produktionsprozeß 200.000 Mk., an fertigen Produkten 100.000, an Außenständen 100.000 Mk., so wäre die Summe der liquiden Aktiven 550.000 Mk.; der Betriebskredit ist aber nicht von diesem Betrag, sondern vom Realisationswert der einzelnen Aktiven zu bemessen.

Die unverarbeiteten Rohstoffe kann man mit geringen Abzügen als realisierbar ansetzen; bei den Außenständen wird die Bewertung von der Art der Schuldner abhängen, meist werden auch hier die Abstriche vom Bilanzwert niedrig sein. Dagegen ist in der Regel bei den fertigen noch unverkauften Produkten und vornehmlich bei den im Produktionsprozeß befindlichen Gütern eine ansehnliche Marge einzusetzen.

Auf den ersten Blick wird es befremdlich erscheinen, daß die Marge, die bei der Kreditgewährung gegenüber dem Bilanzwert angelegt wird, bei einem Fabrikat höher angesetzt werden soll als bei einem Rohstoff. Für die Praxis der Bankleitung ist aber dieser Unterschied von großer Bedeutung: Die Rohstoffe haben einen Weltmarkt; bei Zusammenbruch des Baumwollhändlers kann die Bank die Baumwolle, gleichviel wo sie liegt, durch telegraphische Ordre an einen Makler verkaufen lassen. Die Veräußerung irgend eines fertig gestellten Textilproduktes dagegen ist schwierig; da es vielleicht nur in einem bestimmten Umkreis verkäuflich ist, setzt es Lokalkenntnis voraus; die Fertigstellung der im Verarbeitungsprozeß selbst begriffenen Güter setzt Fortbetrieb der Fabrik voraus. Nehmen wir ein anderes Beispiel: Eine Schokoladefabrik stellt die Zahlungen ein; der Verkauf des Cacao ist durch telegraphische Ordre möglich, er wird gewissermaßen unter Berücksichtigung der Transportkosten auf den Weltmarkt zurückgeschafft. Die Schokolade dagegen ist zumeist nur lokal oder überhaupt nicht absetzbar. Die Fabrik mag zusammengebrochen sein, weil ihr Produkt nicht Anklang fand, die Produktionskosten zu hoch, die Lage zu ungünstig war. Ein großer Bestand an Vorräten fertiger Waren kann eben in diesen Ursachen begründet sein. Nun müßte die Bank, wenn sie die im Produktionsprozeß befindlichen Güter zum Bilanzwert belehnt hat, um ihren Kredit zu retten, die Produktion fortsetzen und dabei riskieren „gutes Geld dem schlechten nachzuwerfen"; die Warenvorräte aber haben — im Gegensatz zu den Rohstoffen — durch die Verarbeitung individuellen Charakter erhalten.

Die meisten theoretischen Darstellungen unterscheiden zwischen gedeckten und ungedeckten Krediten. Für die Praxis ist aber dieser Unterschied nicht in erster Linie entscheidend, es kommt vielmehr auf

den Realisationswert der liquiden nicht anderweitig verpfändeten Aktiven im Fall des Konkurses an. Diese Ausführungen besagen nicht etwa, daß der Bankkredit sich in diesen Grenzen bewegen muß, aber jener Betrag, der über diese Grenzen hinausgeht, kann nicht mehr als Geldmarktkredit, nicht mehr als Zinsgeschäft, sondern nur als Anlagekredit (§ 43) angesehen werden. —

Die Bank prüft regulär die Richtigkeit der einzelnen Bilanzposten durch Bucheinsicht; Informationseinholung, Ruf einer Firma, Bilanzabschriften genügen nicht. Man kann sich von der Unverläßlichkeit von Auskünften leicht überzeugen, wenn man beim Konkurs einer Firma die Informationsbögen ansieht, die man über sie erhalten hat. Infolge Fehlens der Spezialsicherung ist eine Aufnahme von Krediten bei mehreren Banken auf Grund derselben Bilanz möglich und auch wiederholt vorgekommen; ein wirksames Mittel dies hintanzuhalten ist die Konzentrierung aller Ein- und Ausgänge bei der Bank, soweit sich dies mit den Zahlungssitten in dieser Branche vereinigen läßt. Wo der Grundsatz der „Ausschließlichkeit der Bankverbindung", das heißt der Verbindung des Kreditnehmers nur mit einer Bank, infolge der Bankenkonkurrenz bisher nicht durchzuführen war, dort kann nur eine gemeinsame Auskunftszentrale der Banken Sicherung gegen doppelte Kreditaufnahme schaffen.

Die reguläre Form des Betriebskredits ist dort, wo nicht Wechseldiskont stattfindet, der Kontokorrentkredit; man faßt in der Literatur oft den Kontokorrentkredit als besondere Kreditform auf, mit Unrecht: das Verhältnis zwischen Bank und Schuldner besteht darin, daß alle Abhebungen belastet, alle Eingänge gutgeschrieben werden. Ueber das ökonomische Wesen des Kredits gibt die Form des Kontokorrents keinen Aufschluß; sie dient nicht bloß dem Betriebs-, sondern oft auch dem Effekten- und Anlagekredit; ihre Besonderheit liegt nur in der Art der Zinsenverrechnung. —

Der Betriebskredit im Kontokorrentweg ist ein Kredit ohne spezielle Grundlage, er ist auf Grund der gesamten liquiden Aktiven eines Unternehmens gewährt und daher nicht mobilisierbar, nicht von einer Bank an eine andere weiterzugeben. Die Bank hat einem Unternehmen 300.000 Mk. Kredit eingeräumt, und wenn sie das Geld selbst benötigt, kann sie diesen auf der Kenntnis des Gesamtunternehmens beruhenden Kredit weder ganz noch zum Teil einer andern Bank weitergeben, „mobilisieren". Die Liquidität dieses Kredites liegt in einem andern Moment: Der Industrieunternehmer kann, wenn die Bank von dem kurzfristigen Kündigungsrecht Gebrauch macht, außer in Panik-

zeiten in jeder größeren Volkswirtschaft bei einer andern Bank einen Kredit in Höhe des Realisationswerts seiner flüssigen Aktiven finden; bekommt er geringeren Kredit, so wird er geringere Vorräte ansammeln und bemüht sein, den Verkauf der Vorräte und die Einziehung der Außenstände zu beschleunigen. Sollte er aber nirgendwo Kredit finden können und die Zahlungen einstellen müssen, so kommt die Bank durch Realisierung der Aktiven ohne Verlust weg, freilich nach kompliziertem und — was vom Bankstandpunkt aus besonders wichtig ist — langwierigem Verfahren.

Diese beiden Umstände, die Unmöglichkeit der direkten Mobilisierung und die nicht absolute Sicherheit der sofortigen Rückzahlung des Kredits bei Kündigung rechtfertigen es, daß die Konditionen für Betriebskredit höher gehalten werden als jene für den Wechselkredit. Die in den meisten Reichen übliche Kondition ist mindestens 1% über der jeweiligen Bankrate für die beanspruchten Summen, wozu auf dem Kontinent eine Provision hinzutritt.

9. Der Akzeptkredit als Betriebskredit während der Produktionsdauer.

Der kontokorrentmäßige Betriebskredit ist für die Bank nicht mobilisierbar, er muß aus Einlagemitteln gegeben werden; in den beiden letzten Jahrzehnten hat sich in Reichen starken Kreditbedarfs, vornehmlich in Deutschland und neuerdings in Rußland, die Tendenz gezeigt, neben ihn den Akzeptkredit zu setzen. Die Bank gewährt z. B. dem Baumwollspinner, wenn die Baumwolle bei ihm anlangt, für die Zeit der Verarbeitung einen Akzeptkredit, das heißt sie gestattet ihm auf sie bis zu einer fixierten Höhe zu ziehen. Das Akzept wird auf dem Wechselmarkt zu dem für Bankakzepte geltenden Vorzugssatz begeben. Dem Baumwollspinner wird wie beim Remburskredit der Privatsatz (der Satz zu welchem Bankwechsel diskontiert werden) zuzüglich Wechselstempel und einer Provision berechnet, die in Deutschland bisher zwischen 1/6 und 1/8 % pro Vierteljahr betrug und erst neuerdings durch die Konditionvereinbarungen auf 1/4 %, für die rheinisch-westfälischen Banken auf 1/6 % pro Quartal erhöht wurde. Da die Bedingung des Kontokorrentkredits 1% über Banksatz der Reichsbank ist, der Akzeptkredit aber zu der regulär um 1% niedrigeren Rate für Bankwechsel (§ 15) zuzüglich 1/2—1% Provision gegeben wurde, war er billiger als der Kontokorrent-, zu manchen Zeiten selbst billiger als der Diskontkredit. Begreiflicherweise wurde er bei Industriellen

und Kaufleuten bald sehr beliebt. Für die Banken aber bedeutete diese Kreditform das Mittel, lediglich durch Verkauf ihrer Unterschrift ihr Geschäft ausdehnen zu können; das Bankakzept wurde darum von Spiethoff die Note der Privatkreditbanken genannt, wobei freilich der wichtige Unterschied besteht, daß Erwerber von Bankakzepten vorhanden sein müssen; die Begebung von Bankakzepten ist nur soweit möglich als der Wechselmarkt hiefür Aufnahmsfähigkeit besitzt.

Die Beurteilung der Bedeutung des Bankakzepts ist nicht einheitlich. Rießer z. B. sieht darin eine modernere Form des Verkehrs mit der Bank und scheint sie selbst dem Diskontkredit vorzuziehen. Eine ökonomische Beurteilung wird durch Gegenüberstellung des Akzeptkredits mit dem Rembourskredit, mit dem er die äußere Form gemeinsam hat, und mit dem Diskontkredit ermöglicht.

Beim Rembours- wie beim mobilisierten Betriebskredit gibt die Bank ihr Akzept; aber der Rembourskredit ist durch Verpfändung von Welthandelswaren gedeckt, während der Akzeptkredit als nationaler Produktionskredit über eine gleiche Deckung nicht verfügt; die Ersetzung der Unterschrift des wirklichen Schuldners durch jene der Bank ist beim Rembourskredit berechtigt, da es sich darum handelt, an Stelle eines in Uebersee unbekannten ein bekanntes Akzept zu gewähren; im nationalen Kreditverkehr hat dieses Argument keine Geltung. Schließlich wird der Rembourskredit für die Verfrachtungs- und Handelszeit gegeben: Waren von typischem Charakter können schon vor der Ankunft in Europa verkauft werden, andere Waren kommen von den fernsten Weltgegenden in längstens 6 Wochen an, so daß für den Verkauf weitere 6 Wochen zur Verfügung stehen; in dieser Zeit wird der Verkauf aller Wahrscheinlichkeit nach vollendet sein. Der Akzeptkredit für Betriebszwecke muß aber die Produktionsdauer u n d die darauf folgende Zeit bis zum Verkauf umfassen; in Unternehmungszweigen mit langer Produktionsdauer ist eine Sicherung der Einlösung bei Fälligkeit des Akzepts nicht gegeben.

Vielfach ist das Bankakzept an Stelle des Warenwechsels getreten, das heißt der Fabrikant akzeptiert nicht mehr gegenüber seinem Vordermann im Produktionsprozeß, sondern zieht auf eine Bank. Der Unterschied der beiden Vorgänge ieg in folgenden Momenten:

1. Ein Wechsel eines Produzenten auf seinen Abnehmer läßt das individuelle Verhältnis zwischen beiden erkennen, und zwar all jenen, bei welchen er zirkuliert; beim Bankakzept bleibt der Entstehungsgrund der Ziehung verborgen, niemand kann ersehen, auf welcher Basis ein Bankakzept begeben wurde.

2. Der Warenwechsel bekundet regulär, daß eine Warenbewegung stattgefunden hat; das Bankakzept im Betriebskredit kann auch auf einem Produktionsvorgang beruhen.

3. Der Warenwechsel wird im Vertrauen auf beide Unterschriften, des Ziehenden und des Akzeptanten, das Bankakzept nur auf die Unterschrift der Bank hin genommen, das heißt an Stelle der Beurteilung der einzelnen Wechsel tritt die sehr wenig besagende Ansicht über die Qualität der Bank. Die geringen Differenzierungen der Diskontrate, zu welcher die Akzepte der einzelnen Banken genommen werden, sind mehr Wirkungen der Menge als der Qualität der Akzepte. Die vollständigste Bilanz vermag nicht ein klares Bild über die Situation der Bank zu geben, weil sie nichts über die Art der gewährten Kredite aussagt — aus dem Akzeptkredit im Binnenverkehr ersieht man aber nur den Namen des Schuldners, nicht den Charakter des Kredits. Wenn im Remburskredit die Bank einen Baumwollhändler auf sie ziehen läßt, so weiß jeder, daß es sich um Finanzierung von Baumwollsendungen handelt; wenn der Spinner A auf den Weber B Wechsel in Höhe von 200.000 Mk. zieht, so kann man leicht beurteilen, ob dieser Betrag nach dem Größenverhältnis beider Unternehmungen gerechtfertigt ist; wenn aber der Weber B auf seine Bank Akzepte im Gesamtbetrag von 200.000 Mk. zieht, dann vermag niemand zu beurteilen, ob dieser Betrag gerechtfertigt ist, weil man eben die Grundlage nicht kennt.

4. Für die Bank, die Akzepte einer andern Bank in größeren Mengen nimmt, ist die Verlustgefahr nicht zu unterschätzen; eine Bank wird leichter Akzepte einer andern Bank als Wechsel eines industriellen Schuldners in starken Paketen diskontieren; durch Hereinnahme von Akzepten überläßt sie der andern Bank das Urteil über die Kreditgewährung; eine Kritik an der Entstehung des Wechsels würde von jedem aufrechten Bankinstitut zurückgewiesen werden.

Gegenüber dem kontokorrentmäßigen Betriebskredit, der nur mit den zur Verfügung stehenden Mitteln gewährt werden kann, bedeutet der Akzeptkredit für die Bank eine Erweiterung der Kreditgewährungsmöglichkeit, freilich unter erhöhtem Risiko; eine Bank hat zum Beispiel gewöhnlich 20 Millionen Mark Akzepte im innern Umlauf; eine Wendung der Marktlage ermöglicht ihr nur 10 Millionen zu begeben, sie muß dementsprechend ihre Kredite einschränken. Nun könnte ihr das gleiche Schicksal bei Abhebungen der Einlagen widerfahren, aber hier kennt sie wenigstens die Einleger und kann deren Absichten, wenn auch nur sehr unbestimmt, einschätzen; über die Dis-

positionen der Akzeptnehmer aber kann sie kein sicheres Urteil haben und die Unsicherheit des Marktes wird vergrößert.

Nach den Ermittlungen Prions ist der Anteil der Bankakzepte am gesamten Wechselverkehr in Deutschland von 1885 bis 1905 von 16 auf 31 % gestiegen und dieser Prozentsatz hat sich seither eher vergrößert. Wenn auch eine erhebliche Quote der Steigerung auf Zunahme der Remburskredite entfällt, so ist doch der Hauptteil dem starken Anwachsen der Betriebsakzepte zuzuschreiben.

Was bedeutet für die Bank die Hergabe ihres Akzepts für Betriebskredit? Sie übernimmt gegen eine Vergütung, die bisher 1250 Mark betrug und künftighin zwischen 1660 bis 2500 Mark pro Quartal betragen wird, einen Akzeptkredit von einer Million und erhöht, da sie die Akzepte begeben muß, das Maß der Kritik, das an ihr geübt wird und die Empfindlichkeit gegen ungünstige Nachrichten. Diese Entwicklung mochte dem Unternehmer zugute kommen oder dem Provinzbankier, die Kredit zu billigerem Zins erhielten als es ihre Transaktionen rechtfertigten, vom Standpunkt der Bank aus stand aber Nutzen und Engagement in keinem vernünftigen Verhältnis. Im heftigen Konkurrenzkampf haben vornehmlich die deutschen Banken an Stelle des Kontokorrents- und sogar des Diskontkredits in Zeiten flüssigen Geldes ihren Kunden den billigeren Akzeptkredit eingeräumt und ihnen damit für Transaktionen, die zum Teil viel illiquider sind als der Warenwechsel, den niedrigen Zinssatz des Privatakzepts gesichert, auf Kosten ihrer eigenen Sicherheit und ihres Erträgnisses. Die Bank gibt dadurch Kredite, für die sie sich erst die Mittel auf dem Markt durch Akzeptbegebung schaffen muß, zu niedrigeren Konditionen als solche Kredite, die sie aus ihr zur Verfügung gestellten Mitteln befriedrigen kann! Das ist die Umkehrung des natürlichen Verhältnisses; eine Erhöhung der Konditionen für jeden nicht für Rembourszwecke dienenden Akzeptkredit bis auf das Maß der Kontokorrentbedingungen würde allein dem Charakter jener Betriebskredite angemessen sein, deren Befriedigung der nationale Akzeptkredit heute dient.

10. Der Diskontkredit.

Der Vordermann im wirtschaftlichen Zirkulationsprozeß, der Ware an den Nachmann verkauft (der Produzent von Halbfabrikaten an jenen von Fertigprodukten, dieser an den Großhändler, dieser wieder an den Detailhändler), gibt Kredit, indem er auf den Nachmann einen Wechsel zieht und diesen bei einer Bank diskontiert.

Vom Bankstandpunkt aus wird der Wechseldiskont durch folgende Momente charakterisiert:

1. Es besteht ein Kreditverhältnis zwischen Vor- und Nachmann aus dem Verkehrsprozeß; die Bank schafft nicht den Kredit, sondern übernimmt einen schon bestehenden Kredit.

2. Der Wechsel stellt eine abstrakte Schuldverpflichtung dar, Einwendungen aus der dem Wechsel zugrundeliegenden Transaktion sind unzulässig. Die Wechselforderung genießt im Konkurs des Schuldners Vorzugsrecht, das Wechseleintreibungsverfahren ist ungewöhnlich streng.

3. Der Wechsel individualisiert die Kreditbeziehungen; die Bank kann aus der Prüfung der Unterschriften, der Wechselbeträge, der Zeit der Ziehung Schlüsse auf den Geschäftsgang des Einreichers vornehmen; sie gibt den Kredit im Vertrauen auf zwei Unterschriften; sie gewährt nicht, wie beim Kontokorrentkredit, eine Gesamtsumme, deren Verwendung sie kontrolliert, sondern sie behält sich bei Einreichung jedes einzelnen Wechsels die Entscheidung über Annahme oder Ablehnung vor.

4. Der Wechsel bekundet, daß ein Verkauf stattgefunden hat und die Höhe des hiefür gezahlten Preises; hierin liegt ein Vorteil gegenüber dem Betriebskredit, bei dem weder die Verkaufsreife noch der Preis der Produkte mit Sicherheit feststeht.

5. Der Wechsel ist mobilisierbar, die Bank kann ihn bei Bedarf weitergeben vornehmlich auch an die Notenbank.

Diese Vorzüge haben dem Warenwechseldiskont eine bevorzugte Stellung unter den Betriebskrediten der Depositenbanken gesichert und ihn zu einem Hauptgeschäft der Noteninstitute werden lassen; in Deutschland sind andere Kredite zur Notendeckung nicht zugelassen; die notenbanktheoretischen Anschauungen, die hiezu führten, werden später erörtert werden.

Von verschiedenen Seiten wurde gegen die Bevorzugung des Wechsels Einsprache erhoben: Der Wechsel bekunde, daß B von A gekauft hat, aber in der Laufzeit von drei Monaten könne B an C, C an D verkaufen und dadurch drei Wechsel entstehen, die alle auf dem Verkauf derselben Ware basieren; der Einwand ist für die Frage der Einwirkung des Bankgeldes auf die Preise bedeutsam, weil auf Grund desselben Verkehrsaktes dreifach Geld geschaffen wurde; die Sicherheit der Bank ist aber dadurch nicht gefährdet, da ja B das Geld, das er für Wechseleinlösung benötigt, erhalten hat. — Ferner mag der Käufer einen zu hohen Preis (aus spekulativen Gründen) bewilligt haben; auch dadurch wird die Bank nicht beeinträchtigt, es sei denn daß der

Käufer wegen dieses Kaufs zusammenbricht und den Verkäufer mitreißt. —

In den beiden letzten Jahrzehnten ist die relative Bedeutung des Warenwechsels im Kreditverkehr zurückgegangen; Kartelle und Zahlungskonventionen bedingen vielfach gegenüber ihren Abnehmern dreißigtägige Regulierung und schalten den Wechselkredit aus, so daß der Abnehmer gezwungen ist Kontokorrentkredit in Anspruch zu nehmen. Umgekehrt verweigern große Abnehmer, die für die Produktion der Gegenwart von stets wachsender Bedeutung werden, insbesondere die öffentlichrechtlichen Körperschaften das Akzept, ohne aber immer pünktlich zu zahlen; hier muß der Gläubiger Kontokorrentkredit nehmen. Im Verkehr zwischen Produktion und Handel endlich haben die Warenhäuser und Konsumvereine den direkten Warenkredit teils durch Bankkredit ersetzt, teils auf ihn überhaupt verzichtet, da sie von ihren Abnehmern Barzahlung erhalten.

Diese Momente haben sich in allen Ländern mit Ausnahme Frankreichs fühlbar gemacht. Bei den englischen Depositenbanken betrugen die Wechsel nach Angaben des Vicepräsidenten Birch im Institute of Bankers 1880 26% der Gesamtaktiven; für Ende 1912 haben sieben englische Depositenbanken den Wechselbestand gesondert ausgewiesen — er beträgt nur 12% der Aktiven. Deutlicher als das Verhältnis zu den Gesamtaktiven ist jenes zu den Depositen; es betrugen zu Ende 1912 in Millionen Pfund

	die Depositen	die Wechsel
bei der Lloydsbank	88.8	9.5
Joint Stock	31.8	5.6
County and Westminster	85.1	17.7
City and Midland	82.7	10.5
London and S. Western	20.3	2.7
Union and Smith	40.3	6.5
Will. Deaconsb.	16.1	4.3
	365.1	56.8

Die Wechsel betrugen demnach nur 15.6% der Depositen. Rechnen wir aber auch jene Kredite hinzu, welche bei diesen Instituten an Wechselbrokers gegen Verpfändung von Wechseln gegeben werden, so hat sich die Gesamtsumme der direkt und indirekt diskontierten Wechsel von ca 48% der Depositen im Jahre 1880 auf ca 27% im Jahre 1912 gesenkt.

Jaffé weist in seinem klar zusammenfassenden Buch über das englische Bankwesen auf die bekannte Tatsache hin, daß die englischen

Banken weder auf dem offenen Markt noch bei der Notenbank rediskontieren; daher würden die in Wertpapieren angelegten Summen durchwegs als liquider angesehen als die Wechselforderungen. Das ist unzweifelhaft richtig für die direkt genommenen Wechsel; die Bank von England hat im 18. und zu Anfang des 19. Jahrhunderts die Diskontierung von Wechseln mit Unterschrift einer Privatbank verweigert, weil sie in diesen Konkurrenten erblickte und sie hat den später entstandenen Aktienbanken gegenüber eine gleiche Politik befolgt, weil deren Gründung eine Durchbrechung ihres Monopols bedeutete. Die Depositenbanken haben sich darum auf sich selbst gestellt und daraus ist bei ihnen seit zwei Generationen eine Anschauung entstanden, die es für unehrenhaft hält Wechsel weiterzugeben. Nach dieser Praxis ist natürlich ein Wechsel, der noch zwei Monate lauft, weniger liquide als sofort verkäufliche Konsols. Eine andere Auffassung aber gilt für die broker, die Wechselmakler, die Wechsel kaufen und daraufhin sich entweder von den Depositenbanken oder, wenn diese den Kredit zurückziehen, von der Notenbank Geld leihen; und es ist eine gerade in den kritischen Perioden der englischen Geschichte erprobte und auch von der gegenwärtigen broker-Generation geteilte Ansicht, daß Wechsel auf dem Markt leichter weiterzugeben sind als Konsols. (Vgl. für kritische Perioden: Richardson vor dem Bullioncommittee von 1810, 124 und James im Report from the select committee on banks of issue, London 1840, Bd. 2, 1485.) Wenn nun ungeachtet dessen die Bedeutung der Wechselanlage so erheblich gesunken ist, während gleichzeitig die Vorschüsse erheblich gestiegen sind, so liegt die Ursache wohl mit in der Aenderung der Zahlungssitten und Kreditgewohnheiten. —

In den Vereinigten Staaten, wo weder Geldmarkt noch Zentralbank besteht, hat der Wechseldiskont, da hier die Mobilisierbarkeit bisher nicht zur Geltung kam, nie starke Bedeutung gehabt; die geplante Notenbankgesetzgebung muß ihn erst in den Verkehr gewissermaßen einführen.

Auf dem Kontinent hat sich der Wechsel am stärksten in Frankreich auch im Kleinverkehr eingebürgert und dort nehmen im Portefeuille der Bank von Frankreich die Wechsel unter 100 frs. mehr als die Hälfte des Gesamtbetrags ein. Im deutschen Reich ist gleichfalls ein sehr ausgebreiteter, wenn auch nicht ebenso stark demokratisierter Wechselverkehr ausgebildet worden; aber auch hier macht sich namentlich die Tätigkeit der Konventionen geltend und in der Bankenquete wurde wiederholt die Abneigung großer Kunden gegen das Akzeptieren von Wechseln hervorgehoben, das zum Teil die Ersetzung des Warendis-

konts durch das Bankakzept veranlaßt hat. Es ist aber fraglich, ob den Ansätzen zu dieser Entwicklung genügend energisch entgegengetreten wurde; für die Verweigerung des Akzepts gilt dasselbe, was für die Verweigerung der Bucheinsicht gilt: Wer verlangt, daß ihm die Waren kreditiert werden, der muß akzeptieren; hätten die Banken nicht so bereitwillig den Vordermännern im Produktionsprozeß Akzeptkredit eingeräumt, so hätten diese mit weit größerer Energie den Widerstand ihrer Abnehmer gegen das Akzeptieren niederzuringen gesucht. Für keinen Kaufmann besteht die Pflicht zu borgen; wer nicht akzeptieren will, soll bar zahlen.

In Oesterreich, wo in einzelnen Produktionszweigen, namentlich der „Manufakturbranche" nicht prompte Zahlungssitten bestanden, hat sich im letzten Jahrzehnt der Diskont offener Buchforderungen immer mehr eingebürgert; für diese spezielle Kreditform gegründete Genossenschaften diskontieren mit einer Marge die Außenstände und sichern sich durch einen sorgfältig ausgearbeiteten Apparat, der insbesondere Buchkontrolle und regulär Einziehung der Forderungen durch das beleihende Institut vorsieht. In Oesterreich, wo sich diese Kredite verläßlichen Schätzungen zufolge auf ca. 600 Millionen Kronen belaufen und in Deutschland, wo in den letzten Jahren mehrere ähnliche Versuche gemacht wurden, wird eine leidenschaftliche Diskussion für und gegen diese Kreditform geführt. Man führt dagegen an, daß sie den andern Gläubigern im Konkursfall die leichtest realisierbaren Aktiven entzieht, daß sie zu mehrfacher Kreditinanspruchnahme verleite, indem die Außenstände von einem andern Kreditgeber (Bank oder Warengläubiger) als vorhanden angesehen werden, während sie in Wirklichkeit verpfändet sind. Indes ist hier die Beweisführung verkehrt: wer Außenstände hat und Kredit benötigt, der muß diesen in irgend einer Form bekommen, und die Frage ist dahin zu richten, ob die sonst üblichen Kreditarten mehr Sicherheit gewähren. Auch beim Kontokorrentkredit, der von einer Bank auf Außenstände hin gewährt wird, ist die Möglichkeit gleichzeitiger betrügerischer Kreditaufnahme bei Warengläubigern oder andern Banken gegeben, erfahrungsgemäß weit mehr als beim Buchforderungskredit, wo die Buchkontrolle, die Einziehung durch das Belehnungsinstitut, die Evidenzzentrale der Buchforderungsgesellschaften nach den bisherigen Erfahrungen mehr Sicherheit gewähren als der Kontokorrentkredit. Der einzige, aber durchschlagende Einwand gegen die Belehnung der Außenstände ist aber der, daß in einer Reihe von Produktionen die Entwicklung zum Wechselverkehr dauernd verbaut wird; der Buchforderungskredit hat

nur als Uebergangsstadium zum Wechselkredit Berechtigung, und es ist darum vollbegründet, wenn die Oesterreichisch-Ungarische Bank ebenso wie die Reichsbank ihm entschieden sich entgegenstellen. Ein Hinübergreifen dieser Kreditform auf Gebiete, in denen bisher der Wechselverkehr herrscht, ist freilich wegen ihrer ungleich härteren Konditionen nicht zu erwarten. — In Zeiten allgemeinen Mißtrauens, in denen der Warenabsatz stockt und nicht speziell sichergestellter Betriebskredit nicht zu erlangen ist, dringt Buchforderungsdiskont und Warenlombard in Gebiete ein, die sonst der Kontokorrentkredit behauptet hat. —

11. Die Wirkungen des Betriebskredits auf die Produktion.

Der Betriebskredit ist zu normalen Zeiten billiger als Eigenkapital, denn er bedingt nur Zins, nicht Unternehmergewinn; er ist auch im Durchschnitt der Jahre billiger als Aktienkapital. Er ist elastischer als Eigenkapital: die Banken können einem Industriezweig, der sich in Saisonarbeit befindet, die Mittel zeitweise zuwenden, die ein anderer gerade in Ruhe verharrender nicht benötigt; sie können bei Bedarf ihre Mittel stärker anspannen, sich immobilisieren; und endlich kann auch die Notenbank zu Hilfe kommen; die Ausdehnungsfähigkeit des Geldmarktes ist sehr bedeutend und das kommt besonders solchen Industrien zugute, bei denen sich der Rohmaterialeinkauf oder die Produktion entweder in bestimmte Jahreszeit oder in wenige Konjunkturperioden zusammendrängt. Eine Reisschälfabrik muß den Reis in wenigen Wochen einkaufen; müßte sie den Einkauf mit eigenem Kapital vornehmen, so würde dieses durch den ganzen übrigen Teil des Jahres ungenutzt daliegen. Ferner ermöglicht der Betriebskredit dem Industriellen oder Händler die Vollausnützung der Konjunktur: bietet sich eine besonders günstige Kaufgelegenheit oder kann ein großer Auftrag übernommen werden, bei dem nicht sofortige Bezahlung erfolgen wird, so ist der ausdehnungsfähige Betriebskredit für den Unternehmer von außerordentlichem Wert; müßte er soviel Eigenkapital halten, als dem Maximalbedarf seines Betriebs entsprechen würde, so könnte er einen genügenden Gewinn kaum erzielen.

Freilich ist der Betriebskredit in seinem Ausmaß und seinen Konditionen von der Lage des Geldmarkts abhängig; alle Schwankungen desselben werden durch ihn in den wirtschaftlichen Verkehr hineingetragen. Der Industrielle wie der Kaufmann dürfen aus einem Glas trinken, das ihnen nicht gehört; aber es wird ihnen nicht selten gerade in dem Augenblick fortgenommen, in dem sie den stärksten Durst verspüren.

Der Betriebskredit ist von manchen Anhängern der Currency-Theorie als Krisenerreger bezeichnet worden; er gewährt dem Unternehmer die Möglichkeit kräftiger Produktionssteigerung, zwingt aber nach Ueberschreitung des Hochpunktes der Konjunktur zu rascher Liquidierung. Für mehrere schwere Krisen wurde die Warenlombardierung verantwortlich gemacht. Der Spekulant, der auf Steigen der Preise rechnet, hält durch die Belehnung einen Teil der Ware vom Markt ferne, ermöglicht durch Zurückhalten der Vorräte höhere Preise, als sie sonst zustande gekommen wären; kann er die Spekulation nicht durchhalten, weil er die Zinsen nicht mehr zu zahlen vermag oder weil immer neue Vorräte auf den Markt kommen, so müssen die belehnten Waren rasch verkauft werden, wodurch bei genügend großen Quantitäten belehnter Waren jähe Preisänderungen eintreten, da in der Belehnungszeit das Angebot künstlich gemindert, in der Liquidierungszeit gesteigert wurde.

Der Bankkredit hat zweifellos in vielen Konjunkturperioden die Schwankungen der Preise bedenklich erhöht; aber durch die äußere Form getäuscht nahm man vielfach als Betriebskredit an, was man richtig als Anlagekredit bezeichnen müßte. Der Betriebskredit als Geldmarktkredit belehnt nicht den vollen Wert der Güter, ein Teil muß durch Eigenkapital beigestellt werden; Erweiterung des Betriebs setzt daher proportionelle Erhöhung des Eigenkapitals voraus; der Betriebskredit nimmt als Belehnungsgrundlage die Preise an, zu denen die Ware sofort absetzbar ist und verlangt darum bei rascher Steigerung der Preise Erhöhung der Marge. Ebenso widerspricht die Belehnung von Quantitäten, die eine ansehnliche Quote des vorrätigen Gesamtquantums darstellen, wegen der Schwierigkeit des sofortigen Verkaufs, und die Belehnung über eine Campagne hinaus dem Wesen des Geldmarktkredits. Kreditgewährung zur Bildung eines Korners und zur Valorisation sind darum Anlage-, nicht Geldmarktkredite.

12. Die Effektenkredite.

Die Effektenkredite werden als Lombard-, Report- oder tägliche Gelder gewährt; bei Lombardkrediten wird nur eine Quote des Kurswerts des Effekts belehnt; Reportkredite werden von einem Börseliquidationstermin zum andern gegeben, vierzehntägig, in London und Paris, wo zweimal abgerechnet wird oder einmonatlich (Berlin, Wien) und zwar in voller Höhe des Kurswertes; das tägliche Geld wird für einen oder wenige Tage gewährt, vornehmlich in New York, wo täg-

liche Regulierung der Börseengagements besteht, auch an den europäischen Börsen; eine besonders bezeichnete Art des täglichen Geldes ist das für den Liquidationstermin benötigte Ultimogeld.

Der Effektenkredit wird auf Grund vorhandener Effekten gewährt; dem Kapitalmarkt werden damit Gelder, die kurzfristiger Abhebung unterliegen, zur Verfügung gestellt. Das ist nur dann gerechtfertigt, wenn die Rückzahlung nach Ablauf der kurzen Kündigungsfrist gesichert ist und der Kredit im Rahmen eines Zinsgeschäftes bleibt.

Die erste Bedingung ist nur dann gegeben, wenn bei Fälligkeit des Kredits und Zahlungsunfähigkeit des Schuldners sofortiger Verkauf der Effekten möglich ist. Das trifft nur bei notierten Effekten zu, die einen größeren Markt haben; nicht notierte Aktien, Anteile an Gesellschaften mit beschränkter Haftung, sind als Grundlage für Geldmarktkredit nicht anzusehen; derartige Kredite sind Anlagekredite unter Verpfändung eines Vermögensobjekts, dessen Realisierung zweifelhaft ist. Beim Geldmarktkredit, der die Dispositionen für die Einlagenabhebung sichern muß, kommt es vor allem auf die rasche Realisierbarkeit der Werte an, und in dieser Beziehung bestehen auch zwischen den notierten Aktien selbst große Unterschiede. Die Renten des Staates haben überall einen ungleich größeren Markt als die kleinen Anleihen einer Mittelstadt, bei den Dividendenwerten kommt die Konzentration des Börseverkehrs auf die Effekten mit großem Kapital noch stärker zum Ausdruck. An der New Yorker Börse, der einzigen, an welcher die Zahl der Abschlüsse verläßlich aufgezeichnet wird, betrugen nach Reibnitz im Jahre 1909 die Gesamtumsätze in Aktien 215 Millionen Stück, jene in den sechs meist gehandelten Aktien 108 Millionen, somit über die Hälfte des Gesamtumsatzes; auf Steel commons und Reading commons, die nicht bevorzugten Aktien des Stahltrust und der Reading-Eisenbahn, entfielen allein 30% des Gesamtumsatzes in Aktien. Die Größe des Marktes aber hat vom Standpunkt der Bank aus entscheidende Bedeutung: Bedeutet doch z. B. der Reportkredit — wenn er sich auch juristisch in Kaufform vollzieht — eine Belehnung zu 100%, die nur bei sofortiger Veräußerungsmöglichkeit für den Fall der Nichtbezahlung gerechtfertigt ist.

Durch den Zwang zum sofortigen Verkauf übt die Bank einen Druck auf die Kurse aus; wenn sie große Pakete von Effekten zum exekutiven Verkauf bringen muß, kann der Kurs sehr stark gesenkt werden und dadurch die Notwendigkeit entstehen, auch bei den Lombardkrediten, die unter Zugrundelegung dieser Wertpapiere gegeben wurden, erhöhte Einschüsse zu fordern. Daraus ergeben sich zwei Konsequenzen:

Die Bank muß bei Belehnung jener Effekten Vorsicht üben, an deren Kursentwicklung sie selbst — durch Eigenbesitz oder dauernde Finanzverbindung mit der Firma — interessiert ist; denn der Geldmarktkredit muß kaltblütig, ohne Rücksicht auf die Folgen, gekündigt werden können; ferner darf die Bank nicht verschiedenen Kunden auf dasselbe Effekt einen im Verhältnis zum Gesamtumlauf dieses Wertpapiers zu hohen Betrag leihen; wenn eine Bank auf die Aktien einer Papierfabrik mit 2 Millionen Kurswert 1½ Millionen auf verschiedenen Konten geliehen hat und sie auf einem Konto 200.000 Mark zur Exekution bringen muß, so wird durch den daraus entstehenden Kursfall auch der Wert der andern Deckungseffekten natürlich mitbetroffen; die andern Kunden werden, wenn die Nachschußzahlung ihnen schwer fällt, die Aktien abzustoßen versuchen — das aber wird bei den für den kleinen Markt sehr erheblichen Beträgen, wenn überhaupt, nur mit Verlust möglich sein, der das Vermögen der Schuldner übersteigen kann; die Bank riskiert bei relativ zu starker Belehnung entweder Verlust oder die Umwandlung eines Effekten- in einen dauernden Anlagekredit. Bei der Emission neuer Werte treten diese Fragen mit besonderer Dringlichkeit auf.

Effektenkredit wird auf Grund von Effektenbesitz oder behufs Erwerb von Effekten in Anspruch genommen, wenn eigenes Kapital entweder überhaupt oder derzeit fehlt, wenn es teurer oder schwerer erlangbar wäre.

Der erste Fall ist bei der berufsmäßigen, kurzfristigen Spekulation gegeben; Eigenkapital ist hier nur soweit vorhanden als es zur Deckung von Kurseinbußen im kurzen Zwischenraum zwischen Erwerb und Verkauf des Effekts nötig ist. Den Ersatz momentan fehlenden Eigenkapitals besorgt der Effektenkredit bei Emissionen: der Subskribent besitzt im Augenblick nicht den ganzen für die Zeichnung erforderlichen Betrag, er wird ihn aber in einigen Wochen aus einer Einnahmequelle erhalten; hier ist der Effektenkredit ein Vorschuß. Effektenkredit wird aber auch dort genommen, wo Eigenkapital vorhanden ist. Auch der Kapitalbesitzer beleiht in Zeiten billigen Geldes, in denen Reportkredit 2 oder 3 % bedingt, Effekten, um vom Zinsunterschied zwischen Effektenertrag Nutzen zu ziehen; oder er nützt eine günstige Gelegenheit zum Effektenerwerb aus, ohne daß für ihn der Zwang bestehen sollte, Eigenkapital aus einer Anlage rasch herauszuziehen. Diese Unterschiede sind für die Bestimmung des Zinses des Effektenkredits von Bedeutung.

Zwischen Betriebs- und Effektenkredit in ihrem Verhältnis zu den Banken bestehen zwei für die Praxis wichtige Unterschiede: Der Be-

triebskredit wird in der Mehrzahl der Fälle an Kunden gegeben, mit denen die Bank in dauernder Geschäftsverbindung bleibt; der Kontokorrentkredit vornehmlich setzt genaue Kenntnis der Verhältnisse des Kunden voraus; es ist für den Industriellen nicht angenehm, seine Bücher der Reihe nach verschiedenen Banken zeigen zu müssen, und er pflegt darum seine Bankverbindung ohne triftigen Grund nicht zu ändern. Der Effektenkredit dagegen wird teils den Mitgliedern der Börse und den brokers, über deren Verhältnisse jede Bank informiert ist, teils andern Kapitalbesitzern, über deren Situation nähere, bilanzmäßige Auskunft nur in Ausnahmsfällen verlangt wird, gewährt; dei Effektenschuldner wechseln stark, eine feste Verbindung findet nicht statt. Das ist für die Frage der Lösung des Effektenkredits von besonderer Wichtigkeit. Sodann findet beim Kontokorrentkredit eine direkte Verbindung zwischen der Grundlage des Kredits und der Verwendung desselben statt: der Kredit wird auf Grundlage vorhandener Aktiven eines Industrieunternehmens gewährt und für den Produktionsprozeß benützt; regelmäßig wird die Bank die Verwendung des Kredits überwachen. Effektenkredit wird aber zum Teil aus spekulativen Gründen, zum Teil aber deshalb genommen, weil der Besitzer Geld zu andern Zwecken benötigt und sich die hiefür erforderlichen Mittel durch Effektenbelehnung am leichtesten beschaffen kann. Beruf und Geschäftsart des Schuldners geben in manchen, aber durchaus nicht in allen Fällen Anhaltspunkte über den voraussichtlichen Verwendungszweck, aber der Bank ist dieser gleichgiltig, soferne nicht Gefahr besteht, daß das zur eventuellen Nachschußpflicht erforderliche Vermögen des Schuldners verloren geht.

13. Die Wirkung der Effektenkredite.

1. Der Effektenkredit gestattet Erwerb von Effekten mit einem Eigenkapital, welches als Marge bei Kurssenkung ausreicht; er macht dadurch die Berufsspekulation überhaupt erst möglich. Wäre er nicht vorhanden, so würde ein Vermögen von 250.000 Mk. gerade ausreichen, 100 Deutsche Bankaktien zu kaufen und es müßte eventuell darin allein einen oder zwei Monate investiert bleiben, bis sich ein günstiger Verkaufskurs findet. Die kurzfristige Spekulation von Monat zu Monat und die Berechnung des Jobbers, die die Unterschiede des Kurses von Tag zu Tag oder von Stunde zu Stunde ausnützt und mit Bruchteilen von Prozenten im Kurswert als Nutzen kalkuliert, wären unmöglich.

2. Der Effektenkredit ermöglicht die Erweiterung des Kapital-

marktes über die vorhandenen Sparkapitalien hinaus. Ohne Effektenkredit könnte eine neue Renten- oder Aktienemission nur untergebracht werden, wenn in der Zwischenzeit zwischen der letzten Emission soviel zum Kauf dieser Effekten bereites Kapital angesammelt wäre als zur Unterbringung der Werte erforderlich ist; dadurch würde der Kapitalmarkt sich nur sehr schwerfällig bewegen können: Renten- und Aktienwerte könnten nicht begeben werden, wenn Staaten und Gesellschaften neues Kapital brauchen, sondern erst dann, wenn das Sparkapital bis zur vollen Deckung des Kapitalbedarfs herangewachsen ist. Im Gesamtresultat, durch eine längere Periode betrachtet, wäre ein Unterschied nicht vorhanden, denn der Effektenkredit kann nur vorübergehend Sparkapital vertreten — aber er ermöglicht eine Diskontierung künftig entstehenden Sparkapitals und gibt so dem Kapitalmarkt eine wenn auch nicht sehr starke Elastizität. —

3. Der Begehr nach Betriebskredit richtet sich nach dem Bedarf von Industrie und Handel, er wird durch die Einflußnahme der Banken besonders durch die Zinspolitik nur ausnahmsweise in seinem Umfang vergrößert; der Begehr nach Effektenkredit dagegen ist in hohem Maße beeinflußbar. Die Vergrößerung des im Land vorhandenen Effektenvorrates durch Schaffung neuer Werte, die Kurssteigerung und der Verkauf von Effekten aus dem Besitz größerer Kapitalisten an die kurzfristige Spekulation rufen erhöhten Bedarf nach Effektenkredit hervor; er ist darum die geeignete Anlage für überschüssige Mittel der Banken namentlich in Zeiten hoher Geldflüssigkeit, in denen die Verwendung der Gelder Schwierigkeiten bereitet.

14. Nachfrage und Angebot auf dem Geldmarkt.

Die Nachfrage auf dem Geldmarkt, dem Markt für Zinskredite, ist bestimmt durch die Summe des Bedarfs nach Betriebs- und Effektenkredit.

Für den nationalen Bedarf an Betriebskredit ist die Art der im Lande vorherrschenden Produktionen entscheidend; in Reichen mit überwiegender schwerer Industrie ist der Bedarf im Verhältnis zum stehenden Kapital geringer als in Reichen mit stark entwickelter Verlagsindustrie. Starke Ansammlung eigenen Vermögens ermöglicht in England, teilweise auch in der Union der Industrie die Bestreitung von Betriebsauslagen mit Eigenkapital, eine Entwicklung, die auch durch billige Beschaffung von Eigenkapital namentlich durch Ausgabe von niedrig verzinslichen Obligationen oder von Aktien, auf die nur in Konjunkturzeiten

Dividende gezahlt zu werden pflegt, gefördert werden kann. In Ländern dagegen, in denen die Beschaffung eigenen Kapitals teuer und der Besitz eigenen Betriebskapitals entweder wegen geringen Gewinns oder wegen der Praxis starker Gewinnausschüttung oder infolge des geringen Alters der bestehenden Unternehmungen nicht groß ist, ist ein starker Bedarf an Betriebskredit vorhanden; das gilt namentlich für jene Wirtschaften, in denen die Aktiengesellschaften noch nicht auf lange Lebensdauer zurückblicken: die Privatfirmen pflegen einen erheblichen Teil der Gewinne für Geschäftserweiterung zurückzuhalten, die eingearbeitete, erfolgreiche Aktiengesellschaft hat die Tendenz, durch starke Rückstellungen sich auch für Betriebszwecke ihr selbständiges Kapital wenigstens teilweise zu sichern, die junge Aktiengesellschaft pflegt vom Bankkredit abhängig zu sein. Der Konzentrationsprozeß in der Industrie, der zu Trusts führt, mindert den Bedarf an Betriebskredit; die Zusammenfassung konkurrierender Unternehmungen in eine große Gesellschaft verbilligt die Beschaffung von Eigenkapital, vermindert die Betriebsausgaben und kann durch erhöhte Gewinne die Möglichkeit zur Schaffung eigenen Betriebskapitals aus den Jahreserträgnissen bieten. Endlich ist die Art der Kreditbedürfnisse, die erfolgreich an den Markt appellieren kann, in den einzelnen Ländern nach der Betätigungsform der Kreditinstitute verschieden: Der Handwerker konnte bis vor kurzem in Frankreich infolge der Organisation des dortigen Kreditwesens Betriebskredit nicht erhalten und sein Verlangen danach war für den Markt unwirksam, während in Mitteleuropa die Befriedigung dieser Kredite eine erhebliche Bedeutung hat.

Der nationale Bedarf an Effektenkredit hängt von dem Quantum der im Besitz eines Volkes befindlichen Wertpapiere, vom Verhältnis zwischen dauernden Effektenanlegern und Spekulanten und von der Art der Emissionstätigkeit ab; er ist bei überwiegendem Rentenbesitz und längeren Zwischenräumen zwischen der Schaffung neuer Werte niedriger als bei überwiegendem Aktienbesitz und zeitlicher Konzentration der Emissionstätigkeit.

Die Gesamtsumme dieser Kredite bestimmt den Geldmarktbedarf eines Landes; wieweit er durch Anforderungen eines andern Landes erhöht werden kann, wird später erörtert werden.

Die wichtigsten Kreditgeber auf dem Geldmarkt sind die Kreditbanken. Sie verwalten kurzfällige Einlagen und können darüber hinaus für Wechseldiskontierung innerhalb der Grenzen ihrer Zahlungsfähigkeit die verfügbaren Mittel durch Gutschrift erweitern; welchen Prozentsatz der fremden Gelder sie dem Geldmarkt zuführen, das hängt von

der Art der Fälligkeit der Gelder, der Beurteilung der Größe der an die Bank in den nächsten Monaten herantretenden Ansprüche und einigermaßen auch von der Landestradition ab. Sie können mit einem bestimmten Minimum von Einlagen, das ihnen dauernd verbleiben wird, Anlagekredite gewähren: wie hoch sie dieses Minimum schätzen, wird nicht bloß durch die normalen, sondern auch durch die zu erwartenden Panikabhebungen bestimmt. Die französischen Banken, unter deren Einlegern die leicht erregbaren Kleinkapitalisten eine wichtige Rolle spielen, wenden dem Geldmarkt eine größere Quote ihrer Mittel zu als die deutschen oder amerikanischen Banken, die zum guten Teil einer kühl überlegenden, geschäftskundigen Einlegerschaft gegenüberstehen.

Die Sparkassen kommen als Geldgeber auf dem Weltmarkt auch in den Reichen mit autonomer Sparkassenorganisation nur mit geringen Summen in Betracht. Dagegen hat die Gewährung von Betriebskredit durch Genossenschaften in Deutschland, Oesterreich und Italien immer stärkere Ausdehnung genommen.

Für einen Zweig des Betriebskredits, den Diskontkredit, stehen die Mittel der Notenbank zur Verfügung.

Kreditbanken und Notenbank nehmen Wechsel in individueller Verhandlung von dem einzelnen Kunden, die Kreditbanken geben Kontokorrentkredit gleichfalls in Sondervertragsform. Ein Markt im örtlichen Sinn existiert für diese Kreditformen nicht, ebensowenig für den Effektenlombard.

Dagegen besteht ein Geldmarkt im wörtlichen Sinn für den Akzept-, den Reportkredit und das tägliche Geld. Diese Kredite werden auf dem Kontinent zum weit überwiegenden Teil an der Börse abgeschlossen und die Bedingungen hierfür werden überall öffentlich notiert. Gegenstand des Börsenverkehrs können nur solche Wertgegenstände sein, bei denen sich die Unterhandlung auf den Preis beschränken kann; von den Wechseln sind daher nur solche für den Börseverkehr geeignet, deren Akzeptant allenthalben als so gut bekannt ist, daß über die Wechselsicherheit eine Diskussion überflüssig ist. Derartige Akzeptanten sind die Banken und (auf dem Kontinent nur ausnahmsweise) allererste Industriefirmen. Die Entstehung der Bankwechsel haben wir oben geschildert; sie kommen in festen Beträgen abgerundet in den Verkehr.

Geldgeber, beziehungsweise Diskonteure von Bankakzepten sind zunächst wieder die Kreditbanken, die überschüssige Mittel zur Verfügung haben und sie in einer Weise anlegen wollen, die unbedingt sichere Rückzahlung bei Verfall gewährleistet, was bei den Akzepten des „offe-

nen Marktes" mit Rücksicht auf die Güte des Akzeptanten der Fall ist. Als Geldgeber auf dem offenen Markt erscheinen ferner jene Wirtschaftsorganisationen, die größere Kapitalien ohne Intervention einer Bank direkt zu verleihen wünschen, aber nicht in ein spezialisiertes Kreditgeschäft eintreten wollen: hieher gehören in manchen Staaten die Versicherungsgesellschaften, mitunter größere Städte mit zeitweise verfügbaren Mitteln, auf manchen Geldmärkten der heimische Staat oder auswärtige Staaten. Der Staat gibt seine Einnahmen bis zum Zeitpunkt der Verwendung entweder an die Notenbank als Guthaben — England, Frankreich, Belgien, in Deutschland das Reich — oder an eine gesonderte Staatsbank: Preußische Seehandlung, Oesterreichische Postsparkasse, in gewissem Sinn auch das amerikanische Treasury; die Seehandlung und teilweise die Postsparkasse verwenden die Staatsgelder zum Ankauf von Bankakzepten. In neuerer Zeit haben mehrere Staaten für den Zinsendienst von Anleihen, die sie im Ausland aufgenommen hatten, größere Kapitalbeträge im Gläubigerland zurückgelassen; so unterhielt Rußland in Paris und Berlin, Japan und mehrere englische Kolonien in London ansehnliche Beträge. Italien hatte bis zum Tripoliskrieg ansehnliche Summen im Ausland als Guthaben, teils aus Währungsgründen, teils um einen Reservefonds an auswärtigen Zahlungsmitteln im Notfall zu haben. Diese Gelder wurden regulär auf dem offenen Markt verwendet; die Seehandlung und die Postsparkasse sind zentral verwaltete Institute; ihre Organisation ist nicht einem regelmäßigen Kreditverkehr mit kleinen Diskonteuren angepaßt: es kommt ihnen nicht darauf an, den denkbar höchsten Zins herauszuwirtschaften, sondern nur die Einnahmen des Staates für eine bestimmte kurze Zeit sicher anzulegen. Die Seehandlung weiß, welche Summe der preußische Staat für Zahlungen am 1. Januar benötigen wird, und sie muß die ihr in den vorausgehenden Monaten zufließenden Einnahmen des Staates so anlegen, daß die vom Staat am 1. Januar gebrauchten Beträge ihr in der letzten Dezemberwoche mit absoluter Sicherheit zur Verfügung stehen. Während bei Einlagen privater Deponenten die Abhebungen durch Neueinlegungen abgelöst werden, so daß die Kreditbanken regulär $^3/_4$ ihrer Depositensumme als feststehend ansehen können, erneuern sich die Guthaben des Staats entweder überhaupt nicht oder doch nicht sofort. Der russische Staat unterhält Guthaben zur Zahlung der Schuldzinsen, und wenn durch Entrichtung einer Rate das Guthaben gekürzt ist, so kann die Auffüllung desselben entweder erst später (bei Abschluß einer neuen Auslandsanleihe) oder gar nicht erfolgen, das letztere in dem Fall, wenn

der russische Staat nach Erschöpfung des Guthabens für Bestreitung des jeweiligen Zinsendienstes erst kurz vor Fälligkeit Auslandszahlungsmittel suchen würde. Darum kann bei Guthaben dieser Art mit Mindestbeträgen, die in allen Fällen verbleiben müssen, nicht gerechnet werden und die einfache, übersichtliche Anlage in Bankakzepten wird als Gegenpost dieser Gelder bevorzugt. — Größere Kapitalbesitzer legen in der Gegenwart relativ seltener als vor einer Generation momentan verfügbare Gelder in Bankakzepten an, hier hat sich in sehr vielen Fällen die Kreditbank dazwischengeschoben. —

Auch die Anlage in Report-, täglichem und Ultimogeld ist übersichtlich und leicht zu beurteilen: die Schuldner sind Banken, Privatbankiers, Effektenkommissionäre, stets derselbe Personenkreis, dessen finanzielle Situation gut bekannt ist; die Deckung bieten notierte Effekten, Verlust ist nur möglich, wenn eine starke Kurssenkung während der Dauer des Kredits eintritt, die den finanziellen Ruin des Schuldners zur Folge hat. —

Gewöhnlich wird der „offene Geldmarkt" und die Notenbank in einen Gegensatz gebracht: das ist nur vom Geldbeschaffungsstandpunkt der kontinentalen Kreditbanken aus zu verstehen. Die Begebung von Akzepten ist für die Banken das eine Mittel sich Geld zu beschaffen, die Rediskontierung von Wechseln bei der Notenbank das andere. Bei starker Spannung zwischen dem Zinssatz des Marktes und jenem der Notenbank werden die Banken eventuell erforderliche Mittel mehr dadurch beschaffen, daß sie die Kunden auf sich ziehen lassen und die Akzepte begeben, bei geringer Spannung werden sie mehr Wechsel bei der Notenbank rediskontieren. In London ist dieses Verhältnis im Wesen identisch, in der äußeren Form verschieden. Dort begeben die billbrokers (Wechselmakler) die Wechsel der Banken und Handelsfirmen je nach dem Verhältnis des Zinssatzes entweder auf dem offenen Markt, d. h. hauptsächlich bei den Banken, welche überschüssige Mittel haben, Anlage- und Versicherungsgesellschaften oder bei der Notenbank. Aber dieser Gegensatz, der auch in der Verschiedenheit der Zinspolitik zum Ausdruck kommt, darf nicht darüber hinwegsehen lassen, daß die Stütze der Notenbank den stärksten Rückhalt des Geldmarktes bildet.

15. Die Bestimmung der Zinssätze des Geldmarkts.

Um die Momente zu erfassen, von welchen die Zinssätze des Geldmarkts abhängen, wollen wir untersuchen, was die Kreditwerber auf dem Kapitalmarkt bewilligen können und was die Kreditgeber fordern müssen. —

Für den Unternehmer bildet der Nutzen, den er aus dem mit Bankkredit durchzuführenden Betriebsakt erwartet, die Obergrenze der Leistungsmöglichkeit; von dieser scheinbar selbstverständlichen und banalen Regel gibt es aber wichtige Ausnahmen. Ein Unternehmen kann in einem Teil seines Betriebes genügenden Gewinn erzielen, der ihm gestattet, einen andern Teil ohne Gewinn oder selbst mit Verlust abzustoßen (zum Beispiel billige Auslandsverkäufe bei genügend hohem Inlandspreis oder Bekämpfung des outsiders eines Kartells); hier kann der für den einzelnen Betriebsakt entrichtete Leihzins den Nutzen aus dem konkreten Geschäft übersteigen. Der Gewinn ferner, der aus den einzelnen Betriebsakten erzielt werden soll, kann außerordentlich stark wechseln: Ein Unternehmen mag sich gezwungen sehen bei verdoppeltem Umsatz ohne erhöhten Reingewinn zu arbeiten: in diesem Fall wird der Gewinn, der auf die einzelne Transaktion entfällt, um die Hälfte niedriger sein als vorher. Vor allem ist zwischen jenen Wirtschaftsubjekten, welche ohne und jenen, welche mit stehendem Kapital arbeiten, zu unterscheiden: Die ersteren sind frei, sie werden Betriebskredit nur dann in Anspruch nehmen, wenn sie durch dessen Verwendung Nutzen finden; die Besitzer von Fabriken aber müssen, wollen sie ihre Maschinen nicht stille stehen lassen, die Angestellten und Arbeiter fortschicken und ihre ganze Organisation aufgeben, ihre Produktion in einem Minimalumfang auch dann aufrechthalten, wenn damit kein Gewinn verbunden ist.

Der Händler wird, wenn der Zins für Betriebskredit so hoch ansteigt, daß ihm kein Gewinn mehr zurückbleibt, sein Geschäft einstweilen ruhen lassen, der Fabrikant nur jene Abschlüsse machen, die ihm noch Nutzen gewähren oder wenn dies — wie gewöhnlich — nicht allein möglich ist, jene die für den Absatz der Minimalproduktion seiner Werke nötig sind. Das Ansteigen des Zinses bis zur Beseitigung des Gewinns an den einzelnen Produktionsakten hat eine Verringerung, aber nicht unbedingt das Aufhören der Inanspruchnahme von Betriebskredit zur Folge. Vom Standpunkt der Kreditwerber aus ist aber noch eine zweite Obergrenze gegeben: Der Zins für Betriebskredit kann im Durchschnitt einer Konjunkturperiode die Kosten für Beschaffung von Eigenkapital (den Kapitalmarktzins) nicht übersteigen. Niemand wird durchschnittlich 8% für Betriebskredit bezahlen, wenn die Möglichkeit besteht 4½% Obligationen unterzubringen. Aber auch dieses Maximum gilt nur für den Mindestbetriebskredit, den das Unternehmen jederzeit braucht: Wenn eine Gesellschaft in normaler Zeit 500.000 Mk., in Konjunktur 1 Million Betriebskredit braucht, so kann sie nur 500.000

Mark in dauerndes Kapital verwandeln, der Rest muß in Kreditform aufgenommen werden und für diesen gilt daher die Obergrenze nicht.

Beim Effektenkredit ist zwischen Anleger und Spekulant zu unterscheiden. Der Anleger nimmt regulär nicht Effektenkredit, dessen Verzinsung über jene des Effekts selbst hinausgeht; es wäre ja für ihn unvernünftig, Papiere mit 5% Rentabilität zu halten und für den dafür gewährten Kredit 6% zu entrichten; diese Obergrenze wird nur ausnahmsweise dann überschritten, wenn der Effektenbesitzer bei vorübergehendem kurzfälligen Kreditbedarf sich nicht zum Verkauf seiner Wertpapiere — wegen ihres zu niedrigen Kursstandes — entschließen will oder wenn Gelegenheit besteht, Effekten zu einem nach der Ansicht des Erwerbers besonders vorteilhaften Preis (zum Beispiel bei Neuemissionen zum Subskriptionspreis) zu kaufen, die Vollbezahlung aber erst einige Zeit später möglich ist. Selbstredend darf der Effektenkreditzins nicht so hoch sein, daß seine Kosten die erwartete Kurserhöhung übersteigen, weil sonst im ersten Fall der Verkauf, im zweiten die Verschiebung des Ankaufs der Effekten vorzuziehen wäre.

Der Spekulant will für Effektenkreditzins nur einen Teil dessen zahlen, was er an Gewinn aus der Kurssteigerung erwartet. Bei lebhafter Effektenbewegung mögen die Erwartungen so hoch gehen, daß die Zinsfrage überhaupt keine Rolle in den Erwägungen spielt. der Spekulationskredit läuft ja nur auf kurze Zeit, einen halben Monat oder einen Monat, und selbst 12% Reportzins würde im Monat nur 1% bedeuten; wer daher ein Effekt zum Kurs von 200 gekauft hat, der wird selbst bei 12% Report nur dann auf Verlängerung seines Engagement verzichten, wenn er nicht glaubt, daß der Kurs über 202% hinausgehen wird. Bei Rentenwerten, bei denen Kursschwankungen Bruchteile von Prozenten betragen, kann ein Ansteigen des Effektenkreditzinses die vom spekulativen Erwerber erwartete Kurssteigerung erreichen oder übersteigen, sie schränkt darum den spekulativen Rentenerwerb ein. Auf dem Aktienmarkt dagegen wird bei lebhafter Bewegung mit stärkerer Kurserhöhung gerechnet: wer im Lauf eines Monats zehnprozentige Kurssteigerung erwartet und von diesem Nutzen auch nur die Hälfte an Zinsen wegzahlen will, der kann rein prinzipiell, da ihm 5% im Monat zur Verfügung stehen, 60% Effektenkreditzins pro anno bewilligen. Da hier die Erwartung die Obergrenze des Gewinns bestimmt, ist für den Leihzins in Zeiten starker Aktienbewegung keine Obergrenze auf Seite der Schuldner vorhanden. Dasselbe gilt für die bei der Entnahme von „täglichem Geld“, aber auch im Reportkredit nicht seltenen Fälle, in welchen der Schuldner bei sofortiger

Lösung des Engagements großen Verlust hätte und daher bestrebt ist, um jeden Preis zu prolongieren. Diese Erwägung erklärt die Möglichkeit des zeitweisen Vorkommens von Effektenkreditsätzen, die ungewöhnlich hoch erscheinen. Es hat zum Beispiel namentlich bei im Bankwesen nicht erfahrenen Leuten erstauntes Aufsehen erregt, daß in New York in Panikzeiten der Satz für tägliches Geld vorübergehend bis über 1000% pro anno stieg: das bedeutet 3% für den Tag; wenn nun zum Beispiel ein Spekulant Aktien zu 100 gekauft hat und am Tag, an dem er verkaufen will, der Kurs z. B. durch eine Kriegseröffnungsnachricht auf 60 gesunken ist, so mag er dafür, daß ihm die Möglichkeit eines Verkaufs am nächsten oder zweitnächsten Tag, an welchem er eine „Erholung" erwartet, gewährt wird, wohl 3% pro Tag zahlen; ist der Kurs in der Zwischenzeit auch nur auf 70 wieder hinaufgegangen, so ist er bei Verkauf zu diesem Preis noch immer besser als bei sofortiger Lösung des Engagements davongekommen. — Auf die Dauer aber kann nur sehr kapitalkräftige Spekulation selbst bei gleichbleibenden Effektenkursen hohe Zinsen zahlen.

Die wichtigsten Kreditgeber auf dem Geldmarkt sind die Kreditbanken. Untersuchen wir, nach welchen Gesichtspunkten sie den Zins bestimmen.

Jede Bank muß mehr verdienen als sie für Einlagen vergütet; ein Industrieunternehmen mag zeitweise ohne Gewinn arbeiten, eine Bank ist im gleichen Fall verloren, weil ihr die Einlagen abgehoben werden und niemand ihr Akzept nimmt. Die Vergütung an die Einleger zuzüglich der Ausgaben und eines Nutzens muß somit aus den Geldmarkt- und Anlagekrediten insgesamt erzielt werden. Für die Einlagen, welche den Kassenbestand der privaten Unternehmungen bilden, wird in Reichen mit entwickeltem Ueberweisungsverkehr nichts vergütet, während dort, wo der Bankzahlungsverkehr erst zu schaffen ist, eine Zinsvergütung geleistet wird, die in Frankreich fast zu allen Zeiten ½%, in Deutschland 2—3½%, in Osteuropa erheblich mehr beträgt. Im Kontokorrent wird zwischen 1 und 1½% unter dem Banksatz, zu welchem die Notenbank Wechsel diskontiert, vergütet. Für die Höhe der Vergütung ist die Frage entscheidend, was die Einleger bei anderweitiger Verwendung ihres Geldes an Zins erhalten würden: würden die Banken zum Beispiel bei fünfprozentigem Banksatz nur 2% vergüten, so würden manche Kaufleute und Industrielle direkt Wechsel kaufen und darin ihre überschüssigen Bestände anlegen, wie dies vereinzelt in deutschen und schweizer Industriebezirken der Fall ist. Die Bank vergütet weniger, nimmt aber Arbeit, Ausgaben und

Risiko auf sich. Die Gesamtheit der Anlagen muß die Zinsen wieder hereinbringen und einen Nutzen ergeben; das Maß der Vergütung, das bei der einzelnen Anlage gefordert wird, richtet sich nach dem Grad, in welchem die Anlage dem Liquiditätserfordernis der Bank entspricht.

In einem nach außen abgeschlossenen Wirtschaftsstaat, in dem sich alle Zahlungen durch Umschreibung bei einer einzigen Bank regeln würden, wäre die Forderung der Liquidität überflüssig. Der Unternehmer würde z. B. behufs Lohnzahlung von einem Konto Uebertragungen auf die Konti der Arbeiter vornehmen; der Arbeiter würde dem Eigentümer des Hauses, bei dem er zu Miete wohnt und dem Konsumverein, bei dem er Waren bezogen hat, durch Ueberweisung zahlen u. s. f. Aber in unserer derzeitigen Organisation müssen die Banken aus drei Gründen liquide sein: Erstens wegen Zahlungen an das Ausland, für die ein befriedigender Ueberweisungsverkehr noch nicht besteht und bei denen die Saldi der Zahlungsbilanz in Metall beglichen werden müssen, zweitens wegen der Unvollständigkeit der Bankzahlung im innern Verkehr, in welchem starke, in Panikzeiten sehr steigerungsfähige Metall- und Notenzirkulation stattfindet und endlich wegen der Vielheit der Banken, die fortwährend Uebertragungen von einer Bank an die andere bedingt. Zwar möchte man meinen, daß hier durch die Inanspruchnahme des Akzeptkredits Abhilfe geschaffen werden kann: Wenn die Bank A an die Bank B mehr Ueberweisungen zu leisten als von dieser zu empfangen hat, so kann sie der andern Bank ihr Akzept geben und so den Ausfall decken — aber nur dann, wenn sie bis zur Fälligkeit des Akzepts mehr Eingänge als Ueberweisungen erwarten darf. Das Akzept kann im nationalen wie im internationalen Verkehr eine Lücke nur zeitweilig, nicht dauernd schließen.

Aus diesen Gründen müssen die Banken ihre Einlagen so verwenden, daß die Zahlungsfähigkeit bei Abhebungen gesichert ist. Eine Quote wird teils bar, teils als Guthaben bei der Notenbank sofort verfügbar gehalten; ein anderer Teil auf kurze Frist in täglichem Geld angelegt; die Effektenkredite laufen in manchen Ländern halb-, in andern ganzmonatlich, die Effektenlombarde teilweise mehrmonatlich; die Fälligkeitstermine der Wechsel variieren bis zu drei Monaten.

Das Zinsenverhältnis zwischen den einzelnen Krediten ist nach Reichen verschieden: auf dem Kontinent gehen die Notenbanken von dem Grundsatz aus, daß der Wechsel, da er eine volkswirtschaftliche Zirkulation bescheinigt, dem Effektenkredit an Liquidität vorangeht; sie rechnen daher für Effektenlombard mehr (um 1% die Reichsbank, die auf Lombards nicht Noten ausgeben darf, und die Oesterreich-

Ungarische Bank, um ½ %, in Zeiten starker Spekulation 1 % die Bank von Frankreich) als für Wechseldiskont; die Bank von England dagegen macht keinen Unterschied der Verzinsung. Ebenso rechnen die Kreditbanken einen höheren Satz für Effektenlombard als für den Diskont von Wechseln, die für sie wegen der Rediskontierbarkeit innerhalb gewisser Grenzen sofort liquidierbare Aktivposten bedeuten. Im Gegensatz zu den kontinentalen Notenbanken, die einen einheitlichen Diskont für alle ihnen eingereichten Wechsel normieren, setzen die Kreditbanken die Rate für jeden einzelnen Wechsel nach der Güte der Unterschriften fest, wobei aber für Wechsel, die die Notenbank nehmen würde, der Bankdiskont das Maximum bildet. Wechsel mit Bankakzept werden zum „Privatsatz" diskontiert; er ist selbstredend unter den Wechselsätzen der niedrigste. Wechsel, die den Anforderungen der Notenbank nicht entsprechen — sei es den gesetzlichen, zum Beispiel Wechsel mit nur zwei Unterschriften in Frankreich, sei es den materiellen, zum Beispiel Baukreditwechsel — werden zu höheren Sätzen als die Bankrate genommen. Der Kontokorrentkredit, weniger liquide als der Wechsel, bedingt gewöhnlich 1 % über Banksatz. Regulär steigen daher die Zinssätze in folgender Reihe an:

1. Privatsatz (Bank-, erstklassige an der Börse diskontierbare Warenakzepte).
2. Raten für von den Kreditbanken diskontierte, sehr gute, notenbankfähige Wechsel.
3. Banksatz für Wechsel, die von der Notenbank diskontiert werden.
4. Raten für von den Kreditbanken diskontierte, nicht notenbankfähige Wechsel.
5. Rate für den Kontokorrentkredit (regulär 1 % über Banksatz und Provision).

Die Bedingungen für Effekten- und Warenlombard sind in Mitteleuropa im allgemeinen gleich der Kontokorrentrate.

Die Sätze für tägliches- und Reportgeld lassen sich in diese Reihe nicht einfügen. Man möchte zunächst meinen, daß Kredite auf wenige Tage billiger sind als Kredite auf drei Monate, daß umsoweniger Zinsen verlangt werden, je früher der Rückzahlungstermin fällt. Das ist aber nicht immer der Fall. Zu Dezemberende z. B. wird für die Neujahrszahlungen und den Ultimobedarf viel Geld für wenige Tage benötigt, es ist aber ein relativ geringes Angebot an kurzfälligem Geld vorhanden, da die Banken gerade zu Dezemberende ihre Mittel großenteils selbst benötigen; da pflegt der Satz für tägliches Geld hoch zu werden, mitunter selbst über den Lombardsatz der Notenbanken zu steigen;

der Privatsatz kann aber in diesen Tagen viel niedriger stehen als die tägliche Geldrate, da die Wechsel ja noch im Januar und Februar laufen, für welche Monate der Privatdiskontnehmer niedrigeren Geldstand schätzt. Eine Bank wird lieber einen Wechsel mit zweimonatlicher Laufzeit am 20. Dezember zu 5% diskontieren als Börsegeld auf wenige Tage zu 8% verleihen, wenn sie annimmt, daß von Anfang Januar ab der Diskontsatz auf 4% herabgehen wird. Im Januar aber, wo viele Emissionen von neuen Wertpapieren stattfinden und die Banken für den Einzahlungstag Geld bereithalten müssen, ist ein großes Angebot von Kredit da, der nur für wenige Tage verliehen werden soll, und die Sätze für tägliches Geld stehen niedrig.

Das Börsegeld in seinen verschiedenen Formen und der Diskont von Bankakzepten, die beiden Geschäfte des „offenen Geldmarkts" stellen mit Rücksicht auf die Qualität der Schuldner die liquidesten Arten der Kreditgewährung dar; jede Kreditbank hält eine namhafte Quote ihrer Mittel in diesen liquiden Anlagen erster Ordnung. Für diese Mindestquote bilden die Zinsen, die für Einlagen entrichtet werden müssen, nicht die Untergrenze; ebenso ist der offene Markt das Reservoir für alle den Banken zukommenden Zuflüsse, die keine andere Verwendung finden können. Vor den Konjunkturbeginnen sind außerordentlich niedrige Geldmarktsätze zu verzeichnen, da dieser Teil der Mittel der Kreditbanken sowie die Kapitalien jener Institute, welche ausschließlich auf dem offenen Geldmarkt arbeiten (zum Beispiel die Seehandlung) zur Befriedigung des Bedarfs genügen. Uebersteigt jedoch der Bedarf des offenen Marktes die Mittel der ausschließlich auf diesem arbeitenden Institute und die aus Liquiditätsgründen dort verwendete Mindestquote der fremden Gelder der Kreditbanken, so treten die Anlagen des offenen Marktes mit den sonstigen Geldmarktkrediten in Wettbewerb und nähern sich den Bedingungen des Wechseldiskontsatzes oder erreichen sie.

Für die Schuldner des offenen Marktes bildet normalerweise der Banksatz der Notenbank die Obergrenze des Satzes, den sie bei Diskontierung ihrer Akzepte zulassen können; denn wenn der Privatsatz die Höhe der Bankrate erreicht, so ist es für die Bank vorteilhafter sich die benötigten Mittel statt durch Begebung von Akzepten durch Rediskontierung von Warenwechseln ihrer Kunden bei der Notenbank zu beschaffen. Diese Obergrenze kann jedoch in zwei Fällen durchbrochen werden: Bei vertragsmäßiger Zusage von Akzeptkredit an die Kunden, die zur Akzeptbegebung zwingt und bei Unmöglichkeit der Rediskontierung bei der Notenbank — wenn die Kreditbank das ihr

von der Notenbank intern gesetzte Rediskontlimit erreicht hat oder wenn es sich um Kredite handelt, denen die Notenbank die Aufnahme verweigert, zum Beispiel Finanzwechsel oder Wechsel mit Unterschrift einer Auslandsbank, welch letzterer Fall für London besonders wichtig ist. Aber das Ueberschreiten der Obergrenze, das die Banken zwingt zu höheren Bedingungen ihre Unterschrift zu diskontieren als der kleine Kaufmann für seine Warenwechsel zu zahlen hat, kann natürlich nur ausnahmsweise vorkommen; es tritt in London öfter ein als auf dem Kontinent, weil die Rate der Bank von England nicht, wie die Sätze der andern Notenbanken, ein für alle Wechsel geltender Normal-, sondern ein Mindestsatz ist.

Der Satz für Wechseldiskont wird von den Kreditbanken nach der Güte der Unterschriften abgestuft, jedoch in engem Zusammenhang mit der offiziellen Bankrate. Die Bedingung für den kontokorrentmäßigen Betriebskredit sind fast in allen Ländern durch Bankkartell festgelegt, mindestens 1% über dem Banksatz der Notenbank. Formelle Kartelle bestehen in Schottland, Oesterreich, Rußland, neuerdings auch im Deutschen Reich, formlose, aber praktisch nicht minder wirksame Vereinbarungen in England und Frankreich und an vielen Orten in den Vereinigten Staaten.

16. Die Stellung der Kreditbanken auf dem Geldmarkt.

Für die Kreditgewährung der Banken auf dem Geldmarkt ist die Rücksicht auf Ertrag und Liquidität entscheidend.

Der Ertrag muß aus dem Gesamtgeschäft erzielt werden, nicht bloß aus dem Geldmarkt-, sondern auch aus dem Anlagekredit, in manchen Ländern auch aus der Betätigung auf dem Kapitalmarkt sowie aus verschiedenen Kommissionsgeschäften. Der Nutzen aus den außerhalb der Geldmarktbetätigung liegenden Geschäften kann entweder zur Erhöhung der Dividende oder zur Verbilligung der Geldmarktkredite führen. Es ist den Banken dadurch auch die Möglichkeit geboten, vorübergehend einzelne Geldmarktkredite ohne Nutzen, ja selbst mit Verlust abzuschließen. In England allerdings, wo die Kreditbanken sich auf das sogenannte reguläre Bankgeschäft beschränken, haben die Banken ein durch keine Gegenerwägung geschwächtes Interesse am möglichst hohen Zinsfuß, da sie erhebliche Summen fremder Gelder zinslos erhalten und von jeder Steigerung des Geldmarktzinses Nutzen ziehen können. Auf dem Kontinent aber erhält, von Frankreich abgesehen, der größte Teil der Bankeinlagen eine Vergütung, die mit

der Erhöhung der Bankrate wächst, so daß sich mit Steigen des Zinses der Nutzen für die Bank nur soweit vergrößert als eine Maximalvergütung für die Einlagen bedungen ist; dagegen kann hoher Zins das Konsortialgeschäft der Banken unterbinden, und aus diesem Grund sind die deutschen und österreichischen Kreditbanken an einem Hochhalten des Diskonts nicht ausschließlich interessiert. Während die englischen Banken ihren höchsten Gewinn beim höchsten Zinsfuß erreichen, sind für die deutschen Banken zwar die Jahre ansteigenden, aber nicht jene des höchsten Zinses Rekordjahre gewesen, vornehmlich wegen des Stockens des Konsortial- und des Effektenkommissionsgeschäfts. Aus diesem Grund haben die Banken des Kontinents und großenteils auch jene der Union bei reger Emissionstätigkeit zeitweise ein Interesse an niedrigem Zins auf dem Geldmarkt, das sie für kurze Zwischenräume auch zur Gewährung namentlich von Effektenkrediten unter der Produktionskostengrenze veranlassen kann.

Der zweite entscheidende Gesichtspunkt für die Dispositionen der Banken auf dem Geldmarkt ist die Rücksicht auf die Liquidität; wie wir im vorhergehenden Paragraph ausgeführt haben, können Abhebungen bei einer Bank entweder zur Gutschrift bei einer andern Bank oder zur Erlangung inländischen Währungsgeldes oder ausländischer Zahlungsmittel erfolgen.

Die Abhebung zur Gutschrift bei einer andern Bank (sei es durch Verrechnungsscheck oder direkte Ueberweisung) ist für die Banken die meist erwünschte Form der Abhebung, da die Regelung im Verrechnungsweg geschehen kann. Zahlreiche Kunden der Deutschen Bank werden täglich den Auftrag geben, an ihren Gläubiger, der bei der Dresdner Bank ein Konto hat, Ueberweisung zu leisten und zahlreiche Kunden der Dresdner Bank werden solche Ueberweisungen zu Gunsten von Kontobesitzern bei der Deutschen Bank anordnen. Ein großer Teil von Ueberweisungen gleicht sich aus und nur der Saldo, um welchen die Summe der Ueberweisungen an eine Bank größer ist als jene an die andere ist zu bezahlen. Je stärker der Ueberweisungsverkehr in einer Volkswirtschaft entwickelt ist, desto mehr Zahlungen können im Abrechnungsverkehr geleistet werden, und die Kreditbanken haben das größte Interesse eine Zahlungsform zu begünstigen, die ihre Zahlungspflicht nur auf die Saldi beschränkt.

Der bankmäßige Zahlungsverkehr hat in Hamburg, Amsterdam und vornehmlich in England eine mehr als hundertjährige Vergangenheit, in den Vereinigten Staaten wurde er seit Mitte des 19. Jahrhunderts, auf dem Kontinent in der letzten Generation stärker entwickelt.

Dezentralisierung der Bankanstalten durch Errichtung zahlreicher Filialen und durch den Postscheckverkehr, niedrige Mindestguthaben oder selbst Verzicht auf solche, Verzinsung der Guthaben, Gestattung der Einzahlungen auf Kontis auch durch Nichtdeponenten, geringe Kosten der Uebertragung namentlich auch bei Sendungen von Ort zu Ort, Veröffentlichung von Listen der Giroteilnehmer haben zur Verbreiterung des Bankzahlungsverkehrs wesentlich beigetragen. Sein Anteil am gesamten Zahlungsverkehr wurde wiederholt zu schätzen versucht.

Die englischen und älteren amerikanischen Erhebungen legten die Ein- und Ausgänge bei den Kreditbanken zugrunde; eine englische Schätzung der fünfziger Jahre des vorigen Jahrhunderts ergab bei den Einnahmen eines Bankhauses 89% in Schecks, bei den Auszahlungen 96%; eine andere englische Schätzung in den sechziger Jahren ergab, daß 96.8% aller Ein- und Ausgänge eines Bankhauses in Schecks geleistet wurden. Eingehendere Untersuchungen wurden in der Union 1872, 1881 und namentlich seit 1890 veranstaltet: In den Vereinigten Staaten, die frühzeitig ausgebildeten Scheckverkehr besaßen, wurden die Depositen der Nationalbanken 1871 zu 12% in Währungsgeld und zu 88% in Schecks, 1908 zu 6% in Währungsgeld und 94% in Schecks eingezahlt. Aber die Einnahmen und Ausgaben der Banken geben kein richtiges Bild, da sie nur mit der Mittel- und Oberschicht der Gesellschaft verkehren: Mehrere Erhebungen der Comptrollers of the Currency und neuerdings Professor Kinleys versuchten darum die Zahlweise im Detailhandel festzustellen, indem sie die Art der Einzahlung der Bankdepositen nach Branchen sonderten. Während die Großhandelsgeschäfte im Durchschnitt der Union zu 96.4%, in manchen Staaten sogar zu 99% Schecks ablieferten, lieferten die Detailhändler im Durchschnitt nur 73%, in manchen Staaten erheblich weniger in Schecks ab — immerhin ein Verhältnis, das in keinem europäischen Staat auch nur annähernd erreicht werden dürfte.

Aber auch die beste Organisation des Bankzahlungsverkehrs kann das Währungsgeld nicht überflüssig machen; auch in den Vereinigten Staaten werden ungeachtet des Verzichts der Banken auf Mindestguthaben nur 30% der Arbeitslöhne in Schecks gezahlt. Für den, der von der Hand in den Mund lebt und von seinem Lohn sofort die Ausgaben begleichen muß, ist Bankzahlung unmöglich — und die Zahl dieser Personen ist umso größer, je geringer der Wohlstand ist und in je kleineren Zwischenräumen Gehalte und Löhne gezahlt werden, die Bankzahlung ist ferner unmöglich bei Zahlungen Zug um Zug zwischen Unbekannten, zum Beispiel an der Bahnkasse und bei den kleinen Zah-

lungen des täglichen Verkehrs; man kann auch in London und New York dem Chauffeur nicht mit Scheck zahlen und in den Läden beider Städte werden Schecks von bekannten Kunden oder bei Lieferungen angenommen, die erst nach der Erkundigungsfrist über den Bestand des Guthabens zu erfolgen haben, nicht aber bei Promptlieferungen. Der Zirkulation von Währungsgeld bleibt darum überall ein großes Gebiet zurück. Es haben sich zwei Umlaufskreise gebildet, jener der Banküberweisung und jener des Währungsgeldes. Ganze Gruppen von Zahlungen werden nur innerhalb des ersten Kreises geleistet, zum Beispiel die Zahlungen aus dem börsemäßigen Effektenkredit. Den größten Zwischenkreis auf dem Gebiet des Währungsgeldes bilden die Lohnzahlungen.

In Reichen mit vorherrschendem Metall- und Notengeld bleibt das Geld in regelmäßigem Kreislauf; die französische Geschäftsfrau zahlt ihrem Lieferanten in Währungsgeld und erhält selbst Metall oder Noten von ihren Abnehmern; der Verkehr hält dort das Geld länger in der Zirkulation fest. In Reichen des Ueberweisungsverkehrs dagegen wird der Kreislauf des Währungsgeldes unterbrochen: der Fabrikant erhält für seine Produktion Bezahlung in Schecks auf eine Bank, die er seinem Konto bei der Bank gutbringen läßt; er benötigt aber selbst Währungsgeld für Lohnzahlungen und hebt Noten ab, obwohl er der Bank nur Schecks eingeliefert hat. Umgekehrt werden größere Beträge baren Geldes, die von einem Detailhaus bei der Bank einfließen, bei dieser im Augenblick keine Verwendung finden und der Notenbank zurückgeführt werden. Eine sofortige Verwendung von Währungsgeld kommt wohl auch in hochentwickelten Wirtschaften vor, zum Beispiel in Warenhäusern, die Barzahlung erhalten und ihre Löhne in Währungsgeld auszahlen; das sind aber nur Ausnahmsfälle. Das Währungsgeld wird gewöhnlich bald eine Unternehmung erreichen, die es einem Bankkonto überweist, der Umlauf vollzieht sich nicht regelmäßig.

Ehedem haben die Kreditbanken bei Zahlungsbedarf selbst Noten ausgegeben, und in Schottland dürfen sie dies noch heute tun; aber in allen andern Ländern Europas ist die Schaffung des Währungsgeldes Aufgabe besonderer Noteninstitute geworden und die Kreditbanken überweisen diesen das einströmende Geld, das sie nicht in den nächsten Tagen zu benötigen glauben, zu Gunsten ihres Girokontos. Benötigen sie selbst für ihre Kundschaft Noten, so heben sie einen Teil ihres Konto bei der Notenbank ab oder rediskontieren bei ihr Wechsel (der letztere Vorgang ist nur auf dem Kontinent üblich). Die Sorge für die Be-

schaffung des Währungsgeldes — Metall oder Noten — trifft ausschließlich die Zentralnotenbank. Die Kreditbanken müssen darauf achten ein genügend starkes Girokonto bei der Notenbank zu halten und einen hinreichenden Besitz an Wechseln, der ihnen den Zutritt zur Notenbank sichert.

Der dritte Liquiditätsgrund für die Kreditbanken liegt in der Notwendigkeit zu Zahlungen an das Ausland begründet. Auch im Verkehr der Kreditbanken mit dem Ausland findet Ueberweisung statt: jede größere Bank steht im Ausland, wenn sie dort nicht direkt Filialen unterhält, mit andern Banken („den Korrespondenten") in Verbindung, die ihr in verschiedenen Formen internationalen Ueberweisungsdienst leisten. Der Kunde einer deutschen Kreditbank, der nach Italien Zahlungen zu leisten hat, kann dies entweder durch Kauf eines Schecks auf den Korrespondenten seiner Bank in Italien oder dadurch besorgen, daß er seine Bank ersucht, durch ihren Korrespondenten an seinen Gläubiger in Italien den bestimmten Betrag auszuzahlen. Auch der Kreditbrief, den die Bank ihrem Kunden bei Auslandsreisen mitgibt, ist nichts anderes als eine Anweisung zur Auszahlung an den Kunden unter Belastung des Konto, welches die Bank bei ihrem Korrespondenten hat; der Korrespondent in Italien nimmt bei der Bank in Deutschland die gleichen Dienste in Anspruch. Nur die Saldis werden bar beglichen, soferne nicht die Bank die Schuld an ihren Korrespondenten mit einem Scheck auf eine Bank in einem andern Land begleichen kann, bei der sie ein Guthaben besitzt, oder mit Wechseln auf das Land ihres Korrespondenten, die sie bei Kunden oder auf dem Markt kauft. Die Barbegleichung kann im internationalen Verkehr nur in Gold, nicht in Noten bestehen, und das Gold muß regulär bei der Notenbank geholt werden. Auch hier trägt die Notenbank die Sorge für die Begleichung der Saldi im internationalen Verkehr, und die Kreditbanken brauchen sich gleichfalls bloß den Zutritt zu ihr freizuhalten.

Wo somit eine Zentralnotenbank vorhanden ist und die Banken es nicht unter ihrer Würde halten bei ihr zu rediskontieren, dort wird der Forderung der Liquidität in erster Linie durch starken Wechselbestand und Besitz eines Giroguthabens bei der Notenbank, in zweiter durch kurzfristige Effektenkredite Genüge getan; wo die großen Banken nicht rediskontieren wie in England, dort werden zur Wahrung der Liquidität vornehmlich kurzfristige Effektenkredite gegeben und Broker-Wechsel diskontiert, die im Notfall dem Broker, wenn auch nicht der Bank, den Zutritt zur Notenbank öffnen; wo keine Zentralbank besteht, wie bisher

in der Union, dort müssen die Banken kurzfristige Effektenkredite und einen hohen eigenen Metallbestand halten. In den Interviews der amerikanischen Monetary Commission sagte der Gouverneur der Bank von Frankreich, Pallain: „Die Kassenbestände der französischen Banken sind gering. Wir meinen hier, daß die Position einer Bank mehr in der Zusammensetzung des Portefeuille liegt als in der Größe der Kassenreserve". — „In Amerika wird die Frage der Relation zwischen Kasse und Verbindlichkeiten als wichtig angesehen" entgegnete der Sprecher der Amerikaner. „Wir meinen", schloß Pallain, „daß es nur auf die Konversion des Portefeuille ankommt; die Organisation der Bank von Frankreich ermöglicht den andern Banken, eine geringe Kassenreserve zu halten."

Die Rediskontierungsmöglichkeit läßt die Wechselanlage als besonders liquide erscheinen, weil der Wechsel im Notfall sofort an die Notenbank weitergegeben werden kann und sie ermöglicht eine Verwendung der fremden Gelder, die die Volkswirtschaft in gefährlichen Zeiten weniger schwer trifft als jene des englischen und mehr noch des bisherigen amerikanischen Systems, da die Kredite in solchen Momenten nur an eine andere Stelle weitergegeben werden, eine Kündigung der Kredite aber entbehrlich ist. —

Außer den normalen Abhebungen von Einlagen, die jede Bank nach ihren Erfahrungen und der Kenntnis ihrer Kunden einigermaßen schätzen kann, stellen sich in Panikzeiten unerwartet große Kündigungen von Einlagegeldern und dadurch ungewöhnlich hohe Zahlungsverpflichtungen ein. Eine einzelne Bank kann das Vertrauen verlieren, ihr werden Einlagen abgehoben — aber in diesem Fall gewöhnlich zum größten Teil zu andern Banken getragen, die dadurch die Mittel erhalten der bedrängten Bank zu helfen. Weit komplizierter ist die Steigerung der Zahlungsverpflichtungen in Währungsgeld, die sich dann ergibt, wenn in Zeiten innerer politischer Befürchtungen Einlagen abgehoben und thesauriert werden. Die Banken schätzen ungefähr den Betrag an Noten ab, der für Lohnzahlung, Reisezwecke usw. von ihrer Klientel benötigt wird — bei den übrigen Einlagen rechnen sie darauf, nur das Kompensationssaldo bezahlen zu müssen; bei Thesaurierung aber wird der ganze Einlagenstock herausgenommen. Endlich können die bankmäßigen Ueberweisungsmittel im internationalen Verkehr versagen — im Kriegsfall kann die Ueberweisung zwischen der Bank und ihrem Auslandskorrespondenten unmöglich werden und Zahlungen an das Ausland sind dann in Gold zu bezahlen.

Die Kreditbanken werden die benötigten Mittel ganz oder teil-

weise durch Kündigung oder Rückziehung der kurzfristigen Effektenkredite sich zu beschaffen suchen; die Verbindung mit den Effektenkunden ist lose, nicht dauernd wie bei den Betriebskrediten, und Broker wie Spekulant müssen auf die Entziehung des Kredites gefaßt sein. Aber eine rasche Effektenkreditentziehung hat starke Kurssenkung zur Folge, weil eben die Effektenschuldner verkaufen müssen, um den Kredit rückzuzahlen. Zur Zeit des Beginns des Balkankriegs, zwischen 30/9 und 30/11 1912, haben z. B. die vier französischen Kreditbanken den Reportkredit von 834 auf 558 Millionen Frs. um ein volles Drittel herabgesetzt. Wenn in Tagen politischer Besorgnisse die Kurse stark zurückgehen, wird gern von offiziösen Seiten zur Ruhe gemahnt — als wenn Beruhigungsmittel den Kredit, dessen Entziehung befürchtet wird, ersetzen könnten. Je stärker die Abhebungen bei den Banken sind, desto mehr müssen (vornehmlich dort, wo nicht rediskontiert wird) die Effektenkurse heruntergehen; und das kann drei unangenehme Folgen für das Land haben: die Panik im Innern wird dadurch verstärkt, das Mißtrauen des Auslands erregt und der Staat, der gerade in solchen Tagen an den Markt appellieren muß, zur Rentenbegebung bei ungünstigsten Verhältnissen gezwungen.

Es ist zu einem Gemeinplatz geworden, daß eine Wirtschaft durch politische Unruhen umsomehr leidet, je besser ihre Kreditorganisation aufgebaut ist. Das ist in drei Ursachen begründet: In der Ausbildung des Ueberweisungsverkehrs, mit dessen Durchbrechung nicht gerechnet wird, in der Verwendung fast aller verfügbaren Mittel und dadurch im Zwang zur Realisierung der Kredite bei Abhebungen von Einlagen und endlich in dem stärkeren Interesse der Privatwirtschaften an der Lage des in solchen Zeiten meistbetroffenen Effektenmarkts. Als Vorbeugungsmittel gegen diese Folgen wird in England seit drei Jahrzehnten den Banken das Halten großer Kassenbestände empfohlen. Das „Einreservesystem" war seit dem Sieg der Zentralbanken das herrschende Prinzip geworden, die Kreditbanken übergaben ihre Kassenbestände, soferne sie sie nicht unmittelbar benötigten, der Notenbank und den Bankdirektoren der vorigen Generation galt es als Zeichen besonderer Tüchtigkeit, mit einem Minimum von Kasse — die ja Zinsen nicht bringt — auszukommen. In England wurde aber mit dem Fortschreiten des Fusionsprozesses unter den Depositenbanken die Frage aufgeworfen, ob die Metallreserve der Notenbank allen Anforderungen genügen könne, und aus der Verneinung der Frage ergab sich der Ruf nach selbständigen Kassebeständen der einzelnen Kreditbanken. Bei den ungeheuren Summen der Depositen, über welche die größten Londoner Institute ver-

fügen, wäre eine Realisierung auch nur einer geringen Quote der Einlagen mit starker Schädigung der Volkswirtschaft verbunden. Wenn den englischen Banken auch nur 5% der Einlagen entzogen würden und behufs Rückzahlung Effektenkredite gekürzt werden müßten, so würde der Effektenmarkt über 50 Millionen Pfund, über eine Milliarde Mark an Kredit in wenigen Tagen verlieren. Anlagekapital kann nicht in so kurzer Frist an die Stelle der Spekulation treten, umsomehr als gerade derartige Augenblicke die Besitzer mittlerer oder kleiner Vermögen von dem Effektenkauf geradezu abschrecken. Von diesem Gesichtspunkt aus ist die Bildung selbständiger Kassenbestände und Schaffung großer Guthaben bei der Bank von England eine Notwendigkeit für die englischen Depositenbanken; die größeren Institute haben denn auch namentlich im letzten Jahrzehnt ihre Bilanz in diesem Sinn immer mehr gekräftigt und halten gegenwärtig im Durchschnitt 15% ihrer fremden Gelder in Kasse oder als Guthaben bei der Notenbank.

Unter Beziehung auf das Beispiel der englischen Institute ist der Reichsbankpräsident Havenstein und auf dem Münchner Bankiertag von 1912 Helfferich für die Erhöhung der Kassenbestände der deutschen Kreditbanken eingetreten, während im ähnlichen Sinn Arnold seit Jahren Erhöhung der Guthaben der Kreditbanken bei der Reichsbank fordert. Die Situation des deutschen Kreditbankwesens ist durch das Konzernsystem, bei welchem selbständige Provinzbanken mit Berliner Großbanken in dauernder Verbindung stehen, wesentlich komplizierter als jene der englischen Institute. Eine Sparkasse in Plauen übergibt zum Beispiel ihre Kasse der Vogtländischen Bank, diese verwendet $^4/_5$ davon in ihrem Geschäft und gibt $^1/_5$ als Bankguthaben an die Deutsche Kreditanstalt nach Leipzig; diese nimmt die gleiche Verwendung vor, sie läßt den größeren Teil in ihrem Geschäft mitarbeiten und gibt $^1/_5$ des Fünftels, also $^1/_{25}$ des ursprünglichen Betrags, an die Diskontogesellschaft nach Berlin. Würde diese auch nur $^3/_4$ davon im Kreditgeschäft verwenden und $^1/_4$ bar liegen lassen, so wäre doch von jenem Betrag, den die Sparkosse als Bankguthaben eingelegt hat, in letzter Linie nur der hundertste Teil in barem vorhanden. Es rechnen aber alle, die Sparkasse, die Vogtländische und die Deutsche Kreditanstalt, mit diesem Betrag als Kasse; die Konzernbildung hat den Gesamtkassenbestand der Banken eingeschränkt. Die großen Berliner Institute können selbstredend normalen Abhebungen, die ihren Schätzungen entsprechen, leicht nachkommen, da sie ihre Anlagen auf die Fälligkeit der erwarteten Auszahlungen hin vorgenommen haben; bei unerwartet großen Abhebungen aber müssen Effektenkredite gelöst oder

Wechsel in starkem Maß bei der Reichsbank rediskontiert werden. Eine selbständige Kassenreserve, in normalen Zeiten nutz- und zinslos, würde in Panikzeiten den Banken ermöglichen dem ersten Anprall der Thesaurierungsansprüche ohne außerordentliche Maßregeln standzuhalten und neben der Zentralbank den Bedarf an Zahlungsmitteln für Auslandzahlungen in solchen Zeiten zu decken, in welchen der bankmäßige Ueberweisungsverkehr und die Devisen versagen.

Die Durchbrechung des Einreservesystems ist mit erheblichen Kosten verbunden, namentlich in Ländern, in welchen alle Einlagen verzinst zu werden pflegen; die Schaffung größerer selbständiger Kassenbestände verteuert die Bedingungen, die für Effekten- und Betriebskredite berechnet werden, oder zwingt zu niedrigerer Vergütung für Einlagegelder, wodurch die Mittel des Geldmarkts zu Gunsten des Kapitalmarkts verringert werden können. Dies legt der Bildung selbständiger Kassenbestände der Kreditbanken in Uebergangszeiten enge Grenzen auf.

Soweit die Barkassenbestände der Banken nicht ausreichen, muß die Notenbank herangezogen werden; sie allein kann ohne schwere Erschütterung der Wirtschaft jene Mittel gewähren, die wirksame Hilfe schaffen, wenn dem System des bankmäßigen Ueberweisungsverkehrs Gefahr droht. Von dem Vertrauen, das sie genießt, hängt die Zahlungsfähigkeit der ganzen Volkswirtschaft, von der Elastizität ihrer Notenausgabe die Liquidität der Kreditbanken in Panik- und Kriegzeiten ab.

17. Die Stellung der Notenbanken auf dem Geldmarkt.

Die Notenbanken haben die Pflicht die Währung des Landes zu schützen; sie halten den Edelmetallvorrat, soweit er nicht in die Zirkulation übergegangen ist und sind allein zur Notenausgabe berechtigt. Die Uebertragung dieser Aufgaben an eine Monopolbank ist überall als notwendig erkannt worden: in den letzten Jahren wurde nach hartem Kampf die schweizer Nationalbank errichtet, in Amerika hat sich der Gedanke der Zentralbanken durchgerungen, die schottischen Banken stellen nur scheinbare Ausnahmen von dem Prinzip dar, da sie sich in Währungsfragen auf die Bank von England stützen und die Notenausgabe der kleinen deutschen und englischen Provinzbanken ist begrenzt und für die Volkswirtschaft von geringer Bedeutung.

Wohl können die Edelmetallvorräte auch unter die einzelnen Kreditbanken verteilt liegen; aber dann sind sie im Bedarfsfall nicht zu er-

reichen. Dieses System funktioniert nach einem schönen Vergleich Paul Warburgs so als würde bei jedem Haus ein Feuereimer hängen; brennt es irgendwo, dann muß man erst das Löschmaterial sammeln statt es gleich an einem Punkt zu finden. In den Vereinigten Staaten hielten bisher die Nationalbanken, die Noten ausgeben dürfen, eine ansehnliche Quote ihrer Verbindlichkeiten in Metall; das hat aber in Krisenzeiten eben wegen der fehlenden Zentralisierung nicht ausgereicht. Die Erfahrungen namentlich in England haben gelehrt, daß nur die Zentralisierung des Metallbestandes und der Notenemission bei einer Bank die Sicherheit des Währungsschutzes und ausreichende Stützung des Marktes in Krisenzeiten verbürgen kann. Barreserven der Kreditbanken kommen nur als Ergänzung in Betracht. —

Vom Eigenkapital abgesehen, das für den Geschäftsbetrieb keine große Rolle spielt, werden die Betriebsmittel der Notenbanken durch Depositen und Noten gebildet. Die Depositen unterscheiden sich nicht von den Kasseneinlagegeldern bei den andern Kreditbanken. Man kann die Einleger in drei Gruppen teilen: Den Staat, da die Notenbank in manchen Reichen (vornehmlich England, dann Belgien, Italien) den Kassendienst führt oder zumindest (Deutsches Reich, Frankreich) die Ueberschüsse der Staatskassen verwaltet; die privaten Einleger, welche sich entweder die Möglichkeit sichern wollen im Bedarfsfall ohne Kreditinanspruchnahme Gold oder Noten zu erlangen — hierher gehören die Kreditbanken, große Finanzbanken, Arbitragefirmen — oder welche am Giroverkehr der Notenbank teilzunehmen wünschen (Banken und große Industriefirmen in Deutschland und Frankreich), endlich Personen, welche Wechsel bei der Notenbank diskontiert haben und den Erlös sich gutschreiben ließen. Die Notenbanken vergüten, obwohl sie dazu berechtigt wären, für Einlagen keine Verzinsung, nur die russische Staatsbank ist von diesem Grundsatz bis in die jüngste Zeit oft abgewichen. Zu wiederholtenmalen, auch in der deutschen Bankenquete, wurde die Anregung gegeben eine Verzinsung der Guthaben einzuführen, um die Mittel der Notenbank zu stärken. Mit Recht haben sich die Notenbanken dagegen gewehrt: Einlagenverzinsung bedeutet für die Bank einen Zwang zu geschäftlicher Tätigkeit, während sie ihrer Verantwortung entsprechend frei disponieren soll, ohne durch irgendwelche Gründe zu Anlagen gezwungen zu werden.

Die andere wichtige, für die Zentralbank entscheidende Post der Passiven ist die Note: sie ist das einzige allgemein umlaufsfähige bankliche Zirkulationsmittel.

Sie ist ein Zirkulationsmittel. Wer eine Einlage bei einer Kredit-

bank unterhält und zahlen will, zwingt die Bank zur Realisierung eines Kredits oder zur Rediskontierung, soferne ihr nicht von andern Kunden neue Mittel zufließen. Die Ausübung der Zahlung bedeutet Kündigung des Kredits, den der Einleger der Bank gegeben hat. Bei der Note dagegen gibt nicht bloß der erste Nehmer derselben, sondern auch alle folgenden Inhaber der Notenbank Kredit. Es werden eine Reihe von Zahlungen geleistet, ohne daß die Bank ihre Anlagen zu ändern braucht.

Die Note hat ferner allgemeine Umlaufsfähigkeit: der Taglöhner kann am Ueberweisungsverkehr nicht teilnehmen, eine Note nimmt auch er in Zahlung. Die Eröffnung eines Depositenkontos erfordert einen bestimmten Entschluß, mit einer Bank in Verbindung zu treten, bei Annahme von Noten ist sich der Inhaber der Tatsache der Kreditgewährung an die Bank so wenig bewußt, daß einzelne neuere Autoren sogar mit Berufung auf dieses fehlende Gläubigerbewußtsein das Vorhandensein eines Kreditverhältnisses bestritten haben.

Diese beiden Momente geben der Notenbank die Möglichkeit sehr großer Ausdehnung ihres Geschäftsumfangs. Die ausgegebene Note kommt an sie erst dann zurück, wenn sie im Verkehr überflüssig wird — dann wird sie eingeliefert und der frühere Inhaber erhält auf Depositenkonto Gutschrift — oder wenn Metallgeld benötigt wird.

Eine Kreditbank kann nur soweit Kredit geben als sie Einlagen erhält, als ihr Akzept genommen wird, sie kann darüber hinaus in engen Grenzen durch Girodeposit ihren Wirkungskreis erweitern, aber nur wenn sie bei deren Abhebung Einlagen von anderer Seite erwartet. Eine Notenbank aber schafft sich selbst die Betriebsmittel: hier bestimmen nicht die disponiblen Mittel den Umfang der Kreditgewährung, die ausdehnungsfähige Notenemission erlaubt eine Erweiterung der Aktivgeschäfte, solange die Noten angenommen werden. Darin liegt die Kraft und die Gefahr der Notenausgabe für das Wirtschaftsleben: Die Notenbank kann ihre Wirksamkeit rasch ausdehnen, auch sehr starken Bedarf nach Zahlungs- oder Thesaurierungsmitteln sofort befriedigen. Sie kann aber auch gerade durch die Bereitwilligkeit der Bevölkerung zur Notenannahme sich zu einer Erweiterung ihres Wirkungskreises verleiten lassen, die ihre Zahlungsfähigkeit gefährdet und den Wert des Geldes im Verhältnis zu den Auslandswährungen bedroht. Diese letzteren Wirkungen hat erst eine lange Erfahrung kennen und würdigen gelehrt: sie hat staatliche Regelungen des Notenausgaberechts veranlaßt, die in den einzelnen Reichen verschiedene, aber überall scharfe Grenzen für den Umfang des Maximalumlaufs gesetzt haben.

Die Kreditbanken gelten auf dem Kontinent als liquide, wenn sie Aktiven haben, die ihnen den Zutritt zur Notenbank öffnen. Die Notenbank muß aus eigenen Kräften liquide sein. Die Literatur und Praxis sieht bisher als Zahlungsfähigkeit der Notenbank allein die Einlösungsmöglichkeit der Noten in Metall an; aber infolge der engen Begrenzung der Notenemission kann eine Zahlungsunfähigkeit sich auch in anderer Richtung zeigen, in der Unmöglichkeit bei Depositenabhebungen Noten auszugeben. Dieser zweite Liquiditätsbegriff, der theoretisch bisher Anerkennung nicht gefunden hat, ist für die nordamerikanischen Notenbanken und für die Bank von England von nicht geringerer Bedeutung als der erste.

Die Notenbank erfüllt die Liquiditätsforderung, wenn sie auf Verlangen die Noten in gesetzlichem Währungsmetall einlösen und wenn sie bei Abhebung der Depositen Noten ausgeben darf.

18. Die Einlösungspflicht der Notenbank.

In den Goldwährungsländern hat in Friedenszeiten die Zentralbank die Noteneinlösungspflicht. Die Einlösung kann sowohl für Zwecke des nationalen Verkehrs wie für Auslandszahlungen verlangt werden; in beiden Fällen kann zum Normal- ein Panikbedarf hinzutreten.

Die Höhe des Metallbedarfs für Zwecke der inneren Zirkulation hängt von der Gewöhnung der Bevölkerung ab, auf welche die Notenbank aber durch die Stücklung der Noten einen entscheidenden Einfluß üben kann. Die Aufgaben der Notenbank sind bei starker innerer Goldzirkulation aus zwei Gründen außerordentlich schwierig: Die Notenbank kann die sich aus dieser Quelle ergebenden Bedürfnisse nur für den Normal-, nicht für Panikfälle schätzen. Der Goldbestand der Reichsbank deckt kaum 4% aller Einlagen bei deutschen Kreditinstituten (wobei die Einlagen eines Kreditinstituts bei dem andern abgerechnet sind) und in England sinkt die Relation auf nur 1 oder 2%. Wenn auch nur Besitzer von 6% der bei den deutschen Sparkassen bestehenden Einlagen es sich einfallen ließen zu thesaurieren, würde der Goldbestand der Reichsbank dazu nicht ausreichen — und in andern Reichen ist das Verhältnis ähnlich. In den vorgeschrittenen Wirtschaftsgebieten kann man nicht mehr von der „dünnen Golddecke" sprechen — das Gold kann als Grundlage gar nicht mehr angesehen werden. Da der Metallschatz der Notenbank auch noch andere Aufgaben zu erfüllen hat, würde die Abhebung auch nur eines Prozentes aller Einlagen in Gold jede

größere Notenbank zur Einstellung der weitern Einlösung für den innern Verkehr veranlassen.

Man braucht aber diese Schwierigkeit nicht übermäßig ernst zu nehmen. Kein Staat wird in solchen Augenblicken zögern die Einlösungspflicht zu suspendieren; bei Kriegsbeginn, besser schon in der vorhergehenden Unruhezeit wird wohl jeder Staat so vorgehen müssen — die Kolonialkriege des letzten Jahrzehnts bilden keinen Gegenbeweis. Scheinbare Schwierigkeiten vom Liquiditätsstandpunkt der Bank aus bieten die normalen Zahlungsverpflichtungen. In Reichen mit starker Goldzirkulation und zeitlich konzentriertem Zahlungsverkehr verschlechtert sich das Notendeckungsverhältnis an den Zahlterminen in außerordentlich starker Weise: die Verschlechterung der Deckung bei der Reichsbank in der letzten Märzwoche beträgt in den letzten Jahren nicht weniger als dreißig Prozent, und dies nicht etwa, weil Noten zur Einlösung kommen, sondern weil gleichzeitig Noten und Metallgeld benötigt wird. Wer 360 Mark an Vierteljahrsmiete zu zahlen hat, braucht drei Noten zu hundert Mark und drei Goldstücke zu zwanzig Mark, die Reichsbank muß die Notenemission erhöhen und verliert gleichzeitig Gold. Ihr Deckungsverhältnis ist dadurch wesentlich schlechter als wenn ihr Noten zur Einlösung präsentiert würden, weil in diesem Fall mit dem Goldbestand auch die Notenemission abgenommen hätte; und doch ist die als Verschlechterung angesehene Position der Reichsbank zu den Quartalen viel günstiger zu beurteilen, da der Goldverlust nicht auf Mangel an Vertrauen in die Note zurückgeht, deren Umlauf ja geradezu an diesem Termin erheblich steigt, sondern auf den Bedarf an Goldmünzen. Es besteht wenig Wahrscheinlichkeit, daß die Kreise, die für einige Tage zu Zahlungszwecken Noten benötigen, diese zurückweisen und Gold verlangen würden.

Die Goldbedürfnisse für Auslandszahlungen müssen gleichfalls in normale und ungewöhnliche geschieden werden. Goldzahlungen an das Ausland sind zur Begleichung der Saldi des internationalen Banküberweisungs- und des ihn ergänzenden Kreditverkehrs, in geringem Umfang auch für Zahlungen erforderlich, die sich dem Ueberweisungsverkehr entziehen. Des internationalen Ueberweisungsverkehrs zwischen den Banken haben wir schon gedacht; ein analoger Verkehr besteht zwischen den Postscheckämtern, angeregt durch die österreichische Postsparkasse; in gleicher Richtung wirkt der internationale Postanweisungsverkehr. Die Saldi dieser Abrechnungen müssen bar beglichen werden, soferne nicht Zahlung durch Scheck auf ein drittes Land, das dem Schuldner schuldet, möglich ist oder soferne nicht die Gläubigerbank der Schuld-

nerbank Kredit gibt. Ungeachtet der Unvollständigkeit der internationalen Bankzahlungsorganisation sind die Goldabgaben an das Ausland relativ gering: sie schwanken zum Beispiel in Deutschland im Jahre zwischen 100 und 250 Millionen Mark, während die gesamten jährlichen Zahlungen an das Ausland sich mindestens auf 12.000 Millionen Mark belaufen. Und auch diese absolut nicht hohen Beträge für Goldzahlungen werden nicht der Reichsbank allein, sondern auch der innern Zirkulation entnommen.

Selbst der „normale" Bedarf an Gold für Auslandszahlungen läßt sich nur außerordentlich unverläßlich schätzen. Er hängt von der Zahlungsbilanz ab, deren Statistik erst in den Anfängen ist und von der Art der internationalen Bankzahlungen, über welche ein verläßlicher Ueberblick nur schwer gewonnen werden kann. Noch schwerer ist es freilich anormalen Bedarf vorherzusehen oder gar abzuschätzen.

Der Abbruch des Ueberweisungsverkehrs zwischen zwei Reichen im Kriegsfall, das plötzliche unbedingte Verlangen eines Landes nach Goldzahlung zum Beispiel im Fall einer Geldkrise, ungewohnt stärkere Warenbezüge aus einem Land, mit dem ein ausgebildeter Banküberweisungsverkehr nicht existiert oder das großen Metallbedarf hat, können große Geldbeträge zur Auslandszahlung erfordern. Zur Zeit des Beginns des Sezessionskriegs, als Baumwolle aus Indien bezogen und bar bezahlt werden mußte und 1907, als Amerika Geldkrise hatte, schnellten die im internationalen Verkehr benötigten Goldbeträge außerordentlich stark empor. Die Wahrung der Liquidität der Notenbank ist somit, wenn sie auch bei Eintritt ungewöhnlicher Ereignisse aufrecht erhalten werden soll, eine außerordentlich schwierige Aufgabe; in langer historischer Entwicklung haben sich zwei Mittel, sie zu sichern, zur allgemeinen Anerkennung durchgerungen: Die Begrenzung des Notenausgaberechts und die Diskontpolitik.

19. Begrenzung der Notenemission der Notenbank.

Historische Entwicklung.

Für den Ausbau der Grundsätze, die zur Wahrung der Liquidität zu beobachten sind, ist die Geschichte der Bank von England entscheidend geworden. Zwei Ursachen haben dazu beigetragen: Die Bank von England blickt auf eine um mehr als ein Jahrhundert ältere Geschichte zurück als die andern großen Notenbanken (die preußische Bank war zwar in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts gegründet worden, war aber noch zu Beginn des 19. Jahrhunderts ein sehr kleines Institut);

noch bedeutsamer aber wurde ihre beispielgebende Stellung dadurch, daß sie die Notenbank des Reiches war, das bis um die Mitte des 19. Jahrhunderts allein die freie Goldwährung hatte. Bei ihr traten all die Schwierigkeiten der Aufrechthaltung der Liquidität in einer Zeit auf, in der sich die andern Notenbanken noch kaum entwickelt hatten.

Der erste Liquiditätsgrundsatz, der sich bei der Bank von England im 18. Jahrhundert feststellen läßt, bestand darin ein Drittel aller Verpflichtungen in Gold zu halten. Von dieser Regel wich aber die Bank wiederholt ab. Zur Zeit des Abfalls der Vereinigten Staaten fiel, nach dem erst ein halbes Jahrhundert später veröffentlichten Status vom 30. August 1783, die Deckung der Noten allein auf 9%. Das Publikum nahm die Noten ruhig an, aber die Bankleitung bekam Angst und nahm ein von Bosanquet vertretenes Prinzip an, bei Goldabfluß, gleichviel aus welchen Gründen er erfolgte, die Notenausgabe einzuschränken. Die Anwendung dieses Prinzips in den ersten Jahren des Kriegs mit Frankreich, vornehmlich 1792/93, hatte verhängnisvolle Konsequenzen. Als infolge der politischen Beunruhigung starke Goldthesaurierungen erfolgten, verminderte die Bank von England, ihrem Prinzip entsprechend, gerade in einem Zeitpunkt die Notenemission, in welchem der Verkehr die Note am stärksten benötigte und führte dadurch eine Geldkrise herbei; als von den 400 Provinzbanken, die damals bestanden, über 100 zugrunde gegangen waren, beschloß die Regierung durch Ausgabe von Schatzwechseln in Appoints zwischen 100 und 20 £ dem Markt zu Hilfe zu kommen und tat dies mit starkem Erfolg. Auch vier Jahre später, 1797, als bei Verschärfung des politischen Konflikts mit Frankreich eine starke Panik eintrat, verhielt sich die Bank sehr zurückhaltend. Sie konnte aber infolge des starken Goldabflusses es doch nicht verhüten, daß die Notendeckung im Februar 1797 auf 11% sank, und die Einführung des Zwangskurses sowie die Erlaubnis zur Emission von ein und zwei Pfund-Noten erwiesen sich als unvermeidlich.

Während der Zeit des Zwangskurses verfiel die Direktion der Notenbank in das entgegengesetzte Extrem: Befreit von der Liquiditätspflicht glaubte sie ihre Notenemission in genügenden Grenzen zu halten, wenn sie sie nur auf Grund der Diskontierung guter Wechsel vornahm, da der Wechsel ein schon vollzogenes Geschäft bekunde und die Bank es nur eskomptiere. Der Betrag der im Jahresdurchschnitt diskontierten Wechsel stieg zwischen 1795 und 1810 von 3 auf 20 Millionen £. Als sich ein immer stärkeres Agio einstellte, wurde ein parlamentarisches Comité mit der Untersuchung betraut, das Bullioncommittee,

das in seinem Report von 1810 in einer durch Sachkenntnis und Präzision unerreichten Weise die Situation zusammenfaßte. Schon im Verhör hatte Baring die Ansicht scharf zurückgewiesen, daß die Bank ihre Notenemission nach dem Bedarf richten solle, da der Bedarf der Spekulation nur durch Beschränkung der Mittel begrenzt werden könne. Der Report widerlegte die Ansicht der Direktion der Bank von England, daß durch Wechseldiskontierung eine genügende Grenze der Notenemission gegeben sei; nach dieser Anschauung müßte dieselbe Sicherheit bestehen, wenn die Diskontrate von 5 auf 3% herabgesetzt würde; solange die Rate des kaufmännischen Gewinns bedeutend höher sei als der Diskont, gebe es keine Grenze für die Nachfrage, welche Kaufleute an die Bank stellen könnten. Die Erfahrungen von 1793 und 1797 hätten gezeigt, daß ein sehr wichtiger Unterschied zwischen dem Bedarf nach Gold für die innere Zirkulation, die oft sehr groß und plötzlich ist und durch zeitweises Sinken des Vertrauens hervorgerufen ist, und der Entziehung des Goldes zu machen ist, welches auf ungünstigen Wechselkurs zurückgeht. Der erstere soll durch vernünftige Vermehrung der Noten beruhigt werden, der letztere aber sollte, solange die Bank nicht bar zahlt, die Frage aufwerfen, ob die Emission nicht zu hoch ist.

Ich lasse hier die Quantitätstheorie, mit der diese Anschauungen begründet wurden, aus der Erörterung fort. Zwei wichtige Forderungen hat das Bullioncommittee für die Bankpolitik aufgestellt: Die Notwendigkeit einer Unterscheidung zwischen Goldabfluß in den innern Verkehr und Goldabfluß nach außen — und die Berücksichtigung des Standes der Wechselkurse bei Festsetzung des Diskonts.

Der Bericht des Bullioncommittee wird wie Klopstock gelobt und nicht gelesen, von einigen Quantitätstheoretikern der Geldlehre abgesehen. Für die Bankdoktrin und Bankpraxis ist er ein erratischer Block geblieben; und doch bestand nicht in der Begründung, sondern im Ergebnis seine große Bedeutung. Vorerst nahm sich die Bank von England die Folgerungen des Ausschusses nicht zu Herzen; es gelang ihr, ohne Diskontänderung ihren Metallbestand so zu kräftigen, daß einige Jahre nach Friedensschluß der Zwangskurs und die Ausgabe kleiner Noten ungeachtet des scharfen Einspruchs Ricardos beseitigt werden konnte. Von 1773 bis 1822 war ihr Diskont unverändert auf 5% geblieben, ungeachtet des Abfalls der Vereinigten Staaten, der französischen Revolution, des fast ununterbrochenen Kriegs mit Napoleon und des zweiten Kriegs mit der Union; heute dünkt uns dies ein Märchen.

1822 setzte die Bank den Diskont auf 4% herab; sie erhöhte ihn

erst in der Krise von 1825 auf 5%, als die Notendeckung schon unter 10% gesunken war und die Goldprämie auf Paris 4% betrug. Der Goldbestand war der völligen Erschöpfung nahe und nur die rasche Ausgabe kleiner Noten konnte die Bank vor Zahlungseinstellung retten; das Publikum aber nahm die Noten an, obwohl eine Deckung kaum vorhanden war. — 1827 betrug der Diskont wieder 4% und vor dem Parlamentscomité von 1832 erklärte der Gouverneur der Bank anläßlich der Verlängerung des Privilegs, daß es als Bankregel gelte, ein Drittel aller Verbindlichkeiten in Gold zu halten (die alte Regel aus dem 18. Jahrhundert). Diese „Regel" wurde allerdings noch im selben Jahr durchbrochen. Große Summen von Einlagen aus einer westindischen Anleihe veranlaßten die Bank, 1835 den Lombardsatz auf 3½% herabzusetzen. Ob diese Maßnahme oder die beginnende Eisenbahngründungsperiode und die amerikanische Spekulation die Effektenkonjunktur des nächsten Jahres hervorgerufen hat, ist bestritten. Am 1. Januar 1834 hatte ihr Metallbestand 9.9, die Notenzirkulation 18.2 und jene der andern englischen Notenbanken (die Bank hatte nur das Privileg für London und Umgebung) 10.2 Millionen Pfund betragen, am 4. April 1837 war der Metallbestand auf 4.1 Millionen gesunken, die Notenzirkulation der Bank von England auf 18.4, jene der andern Banken auf 11 Millionen gestiegen. Die Bank erhöhte die Rate bis 5% und wies amerikanische Wechsel zurück. Aber kaum hatten Goldrückflüsse ihren Status einigermaßen gebessert, so setzte die Bank — 1838 — den Lombardsatz wieder auf 3½% herunter. Auch hier ist es bestritten, ob diese Maßnahme zur Krise des nächsten Jahres geführt hat; sicherlich hat die amerikanische Baumwollkrise von 1839, die zeitlich mit einer starken Effektenbewegung zusammenfiel, die Situation der Bank in kurzer Frist sehr verschlechtert. Es betrugen:

		Februar 1838	August 1839
Der Metallbestand	der Bank von England	10.2 Mill. Pf.	2.4 Mill. Pf.
Die Notenzirkulation	der Bank von England	19.3 „ „	18 „ „
Die gesamte Notenzirkulation aller Banken		38.7 „ „	37.1 „ „

Die Deckung der von der Bank von England ausgegebenen Noten war von 53 auf 13%, die Deckung sämtlicher Noten (denn der Metallbestand der Bank von England bildete auch die Garantie für die Noten der andern Banken) von 26% auf 6% gesunken. Der Diskont wurde bis August 1839 auf 6% erhöht.

Diese Ereignisse gaben Veranlassung zur Einsetzung eines parlamentarischen Committees über die Notenbankfrage. Die Bank hatte bei der Privilegserneuerung von 1832 erklärt ⅓ ihrer Verbindlich-

keiten in Gold zu halten — und sie war in der kurzen Zeit, die seither verstrichen war, zweimal der fast völligen Erschöpfung des Goldbestandes gegenübergestanden; sie hatte, kaum aus einer schweren Krise befreit, sich mit der Herabsetzung des Lombardsatzes nicht genug beeilen können. Ihre Verwaltung saß dem Committee gegenüber auf der Anklagebank und die Regierung Peels war zu einschneidenden Maßnahmen entschlossen.

Im Gegensatz zu einer vielfach verbreiteten Meinung haben die Ansichten, die sich damals die Geltung verschafften, weder mit der Quantitätstheorie noch mit den Anschauungen der englischen Klassiker der Nationalökonomie auch nur das geringste zu tun, sie standen aber auch in Gegensatz zu den Grundanschauungen des Liberalismus, obwohl Peel der Führer der liberalen Partei in England war. Samuel Lloyd, ein Londoner Bankier, der vor dem Committee sich am stärksten durchzusetzen wußte, wies mit Geringschätzung die Lehren der Nationalökonomen einschließlich Adam Smith und mit noch größerer Verachtung die Ausführungen der liberalen Hauptorganisation, der durch Cobden vertretenen Handelskammer von Manchester zurück. Der Wert der Währung sollte nach seiner Ansicht nur nach der Produktion der Edelmetalle und nach den Umständen schwanken, welche die Verteilung der Quantitäten desselben auf die einzelnen Reiche bewirken. Dieses Ziel könnte nur durch Dirigierung von einem Punkt aus erreicht werden und daher wäre die Zentralisierung der Notenausgabe anzustreben. Bei der Zentralnotenbank selbst aber müßten Grundsätze gesetzlich durchgeführt werden, die der Leitung der Bank das Recht, den Wert der Währung nach ihrem Ermessen durch Notenausgabe zu bestimmen, entziehen. Die Regel, $\frac{1}{3}$ aller Verbindlichkeiten durch Gold zu decken, wäre nicht voll ausreichend: wenn die Deponenten Gold abheben, dann würde bei dieser Regel die Notenzirkulation nicht zusammengezogen und daher auf Wechselkurse und Preise kein Einfluß geübt, worauf doch bei Goldabfluß alle Bestrebungen hinauslaufen müssen. —

Diese Grundsätze machte sich der Regierungsentwurf zu eigen, der 1844 Gesetzesform erhielt und gewöhnlich als Peelsche Bankakte bezeichnet wird. Sein Ziel ging dahin die Schwankungen der Währung nach denselben Grundsätzen zu regeln wie dies bei einer Metallwährung der Fall wäre; ungedeckte Noten sollten nur in jenem Höchstbetrag ausgegeben werden dürfen, welchen die Bank jederzeit emittieren kann, ohne daß eine Einlösung erfolgt. Da der Geldbedarf an Metall und Noten in jenen Tagen auf 21 Millionen £ sich durchschnittlich belief und

angenommen wurde, daß $^{2}/_{3}$ davon jederzeit im Verkehr bleiben würden, setzte das Gesetz den Umlauf ungedeckter Noten auf 14 Millionen £ fest, während die übrigen 7 Millionen £ und jede künftige Erweiterung des Geldbedarfs metallisch voll gedeckt sein mußten. Den andern Notenbanken wurde ein kleiner Betrag ungedeckter Noten gestattet, der bei Fusionierung mit der Bank von England deren Kontingent an ungedeckten Noten erhöhen sollte; die Bedingungen für die Provinzbanken waren hart abgefaßt, um der Absicht des Gesetzgebers die Notenausgabe zu zentralisieren zu entsprechen. —

Für die Entwicklung des Kontinents hatte die Peelsche Bankakte zwei bedeutsame Konsequenzen: Die Notwendigkeit der zentralen Notenbank war von dem Führer der liberalen Partei Englands gerade in dem Zeitpunkt des Durchdringens des liberalen Programms anerkannt worden; die freie Konkurrenz, die noch ein Jahrzehnt vorher auch im Bankwesen als das erstrebenswerte Ziel gegolten hatte, wurde auf dem Gebiet der Notenbanken beseitigt. Ferner hat die Forderung, daß die Notendeckung nicht dem Ermessen der Bankleitung, sondern jenem des Gesetzgebers zu überlassen sei, sich allgemein durchgerungen.

Aber die Art, wie die Peelsche Bankakte den Grundsatz durchführte und wie er in den meisten Staaten des Kontinents zur Anwendung kam, bedeutete einen schweren Rückschritt gegen die Summe von Erkenntnis, welche im Bullion Report und bei Ricardo ihren Ausdruck gefunden hatten. Der wichtige Unterschied zwischen Goldabfluß in den nationalen Verkehr und Goldabfluß ins Ausland war verwischt worden — die Bank von England mußte sich in beiden Fällen gleichmäßig verhalten — und es war die Forderung Ricardos nach einer Währung, die bei unveränderlichem Standard die äußerste Oekonomie in der Metallverwendung hat, in ihr Gegenteil verkehrt worden: Durch die Begrenzung der Ausgabe ungedeckter Noten war die Notwendigkeit gegeben, jede Erhöhung des Währungsbedarfs des Landes durch Gold zu decken; an Stelle der Forderung nach dem ökonomischesten hatte sich jene nach dem teuersten Zirkulationsmittel durchgesetzt. Der Uebergang dieser beiden Tatsachen in die Gesetzgebung und Praxis der wichtigsten kontinentalen Notenbanken hat sich nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte als schwerer Nachteil erwiesen.

Die übliche Kritik der Peelschen Bankakte erschöpft sich schon seit 70 Jahren in zwei gleichförmig wiederholten Argumenten: Sie hätte nur die Noten-, nicht die Depositendeckung vorgesehen und binde die Bank an zu starre Grenzen. Beide Einwände sind völlig zutreffend,

aber der erste ist für die Bank von England in der Gegenwart von geringer praktischer Bedeutung. —

Der Grundgedanke der Peelschen Bankakte ist in das Russische Staatsbankstatut aufgenommen worden; die russische Staatsbank darf 300 Millionen Rubel unbedeckt ausgeben, der Rest der Noten muß metallisch gedeckt sein. Belgien, Italien und die bisherige Gesetzgebung der Vereinigten Staaten haben die alte Regel der Bank von England aufgenommen, ein prozentuelles Verhältnis zwischen Metallbestand und sämtlichen Verbindlichkeiten (Noten und Depositen) herzustellen. Die Verbindlichkeiten waren in der Union zu 25, und sind in Belgien zu 33⅓, in Italien zu 40% metallisch zu decken. Das neue Bankgesetz der Union verlangt Golddeckung der Depositen zu 35%, der Noten zu 40%. Die Deutsche Reichsbank und die Oesterreichisch-Ungarische Bank haben nur metallische Notendeckungspflicht, die Reichsbank zu ⅓ (wobei die Reichskassenscheine dem Metallbestand zugerechnet werden), die Oesterreich-Ungarische Bank zu 40%, wobei die Devisen bis zu 60 Millionen Kr. dem Metallbestand zugerechnet werden. Das prozentuelle Verhältnis zwischen Metall und Verbindlichkeiten oder Metall und Noten muß bei allen Banken gewahrt bleiben, und zwischen dem Goldabfluß in den innern Verkehr oder in das Ausland wird kein Unterschied gemacht. Die Grenze des Notenausgaberechts ist weniger starr als in England, aber sie ist doch auch an den vorhandenen Metallbestand eng geknüpft. Die Bank von Frankreich dagegen ist in ihrer Notenausgabe nur durch eine Maximalziffer (bis zu Kriegsbeginn 6800 Mill. Francs) beschränkt.

20. Die Entstehung der Diskontpolitik.

Die Peelsche Bankakte begrenzte das Notenausgaberecht der Bank von England; sie sicherte die metallische Einlösbarkeit, aber sie schuf eine andere Form der Liquiditätssorge; die Bank mußte sich fragen, wieviel Noten sie noch auszugeben berechtigt sei, und wenn die Inanspruchnahme stieg, mußte sie versuchen entweder mehr Gold heranzuziehen oder die Notenausgabe einzuschränken. Für beide Zwecke erwies sich die Diskonterhöhung als das geeignete Mittel.

Wie oben hervorgehoben wurde, hat das Bullioncommittee von 1810 gefordert, den Diskont in Zusammenhang mit den Wechselkursen festzusetzen, ohne aber damit in der Praxis Gehör zu finden; von 1704 bis 1838 hatte der Diskont der Bank von England nur zwischen 4 (ganz ausnahmsweise 3½%) und 5% geschwankt, gleichgültig ob die No-

tendeckung 10 oder 100% war. Nur 1839 war im letzten Augenblick für kurze Zeit ein sechsprozentiger Satz in Kraft gewesen. Seit der Peelschen Akte aber begann die Bank planmäßig den Diskont nach dem Stand der Wechselkurse, dem Goldabfluß ins Innere und der Noteninanspruchnahme zu richten. 1847 und 1848 erhöhte sie den Diskont rasch bis auf 8% und ein Parlamentscommittee begrüßte das Vorgehen als zweckentsprechend. (1847 hatte die Bankakte suspendiert werden müssen, da die Notengrenze fast erreicht war, von der Möglichkeit der Erhöhung der Emission wurde aber kein Gebrauch gemacht). Von 1851—1857 veränderte die Bank 34 mal den Diskont, durchschnittlich fünfmal im Jahr: sie hatte mit 2% die Periode begonnen und hatte durch die zu niedrigem Diskont erfolgte Diskontierung amerikanischer Finanztratten zur Krise, die in der Spekulation in amerikanischen Eisenbahnwerten ihre Ursache hatte, beigetragen. Am 6. Oktober 1856 erhöhte sie den Diskont auf 6% für Zwei- und 7% für Dreimonatwechsel und verkürzte die Laufzeit von Lombarddarlehen, am 16. Oktober 1856 lehnte sie Effektenlombardierung überhaupt, am 11. November den Diskont von Wechseln mit mehr als einmonatlicher Laufzeit ab. Die Situation spitzte sich im folgenden Jahre noch stärker zu: Am 12. Oktober ging der Satz auf 7, am 9. November auf 10%, am 12. November wurde die Bankakte suspendiert, aber es mußte diesmal von der Ermächtigung erhöhter Notenemission Gebrauch gemacht werden. Bald nach Beendigung der Krise war der Diskont wieder 2%; 1858—65 wurde der Diskont 81 mal geändert, durchschnittlich 10 mal jährlich (1865 17 mal im Jahr, von 3 bis 7%); 1866—1873 84 mal (1873 selbst 24 mal, durchschnittlich zweimal im Monat!).

Bis in die Mitte des vorigen Jahrhunderts bestand zwischen den Geldmärkten der verschiedenen Reiche noch fast keine Verbindung. Ein Arbitragegeschäft war in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts selbst zwischen so nahegelegenen Städten wie Paris und London kaum möglich, da ein Brief von London nach Paris mit der Kursmeldung drei Tage benötigte, die Sammlung des für eine größere Sendung nötigen Silbers gleichfalls mehrere Tage dauerte und die Paketpost nur zweimal in der Woche verkehrte, das Silber, das es zu befördern galt, auch sehr kostspielige Fracht (wegen des schweren Gewichts) bedang. Das änderte sich mit Einführung des Eisenbahn- und Telegrammverkehrs, ferner mit dem Uebergang zunächst Frankreichs zur Goldwährung. Während noch die hohen englischen Diskontsätze von 1847 und 1848 am Kontinent spurlos vorübergegangen waren, wurde Paris und die deutschen Plätze von der Krise des Jahres

1857 stark miterfaßt. Die Bank von Frankreich, die von 1820 bis 1847 ungeachtet der drei englischen Krisen den Diskont auf 4% gehalten hatte, mußte bis auf 10%, die preußische Bank, die auf gleiches Vorgehen zurückblickte, bis auf 7½% hinaufgehen. Von 1858—65 erhöhte die Bank von Frankreich den Satz 53 mal, 1863 8 mal, 1864 11 mal und zwar bis auf 8%. Die Preußische Staatsbank ging bis zu 7% hinauf.

Es ist verwunderlich, daß Industrie und Handel in England die jähe Wendung von gleichmäßigem zum monatlich schwankenden Zins so ruhig ertragen und die Politik der Bank als eine unabänderliche Tatsache hingenommen haben. Preußens Industrie war damals noch wenig entwickelt; in Frankreich aber erhoben sich, aufgereizt durch die Gruppe des Crédit mobilier, Industrie und Handel in stürmischer Opposition gegen die Bank, als sie zum zweitenmal in zehnjähriger Periode den Diskontsatz bis auf 8% hinaufriß. Und wenn auch die in der Mitte der sechziger Jahre einberufene französische Enquête äußerlich ergebnislos verlief, so hat sich doch von da an eine Aenderung in dem Vorgehen der kontinentalen Notenbanken langsam und vielfach unbewußt vorbereitet. Enthielt das englische Gesetz und die dortigen Enquêten eine Begründung, so enthielt die französische Enquête eine Kritik der Diskontpolitik. —

21. Die Begründung und Kritik der Diskontpolitik.

Seit Einführung des Systems der gesetzmäßigen proportionalen Deckung der Noten durch Metall mußte die Notenbank bei Verschlechterung ihres Status danach trachten, den Notenumlauf einzuschränken oder den Goldzufluß zu erhöhen. Die englische Bankpraxis nahm an, daß die Diskonterhöhung zur Erreichung beider Ziele das geeignete Mittel sei, und die hiefür geltend gemachten Argumente werden auch in der Gegenwart in Theorie und Praxis vielfach als maßgebend angesehen. Nach dieser Anschauung wirkt die Diskonterhöhung in dreifacher Richtung:

1. Sie schränkt den wirtschaftlichen Verkehr ein und bewirkt dadurch ein Rückströmen von Noten und Gold zur Zentralbank.

2. Sie veranlaßt die Effekten- und Warenhändler, ihre Haussespekulation aufzugeben und rasch zu verkaufen; durch die Wirkung auf die Warenhändler werden die Preise gedrückt, der Import auswärtiger Güter erschwert, der Export erleichtert, die Handelsbilanz somit verbessert und entweder Goldzufluß erreicht oder doch der Goldabfluß

ins Ausland gehemmt. Die Preissenkung der Effekten vermindert die Neigung zum Ankauf auswärtiger Werte, erhöht den Anreiz zum Verkauf von Effekten an das Ausland.

3. Sie hat die rasche Einziehung kurzfälliger Forderungen an das Ausland zur Folge: Wer einem im Ausland wohnenden Kunden Wechselkredit gegeben hat, wird leichter geneigt sein, diesen zu verlängern, wenn er mit dem Geld im Inland niedrigen Zins als wenn er hohe Vergütung erhält; umgekehrt wird der ausländische Gläubiger bereitwilliger den Wechsel auf den inländischen Schuldner bei hohem Zinsstand verlängern oder ihn wenigstens später im Inland diskontieren; wenn der Diskont in Deutschland 3% ist, so wird der auswärtige Besitzer eines Wechsels auf Deutschland den Wechsel in einem weit frühzeitigeren Stadium in Deutschland diskontieren als wenn ihm ein fünfprozentiger Abzug gemacht wird. — Die Diskonterhöhung wird überhaupt die Kapitalien, die auf kurze Frist zu verleihen sind und internationale Anlage suchen, leichter zur Anlage im Inland veranlassen.

Diese Gründe sind unter bestimmten Voraussetzungen in einigen Reichen zutreffend, aber sie haben durchaus nicht jene Allgemeingeltung, wie es Theorie und Praxis auch heute noch annimmt.

1. Die Eindämmung des wirtschaftlichen Verkehrs und die Preissenkung treten nicht bei jeder Diskonterhöhung ein: wäre dies der Fall, dann wären die höchsten Preise beim niedrigsten und die niedrigsten Preise beim höchsten Diskont zu verzeichnen, was zweifellos nicht zutrifft. Die preissenkende Wirkung wird nur in jenen Fällen eintreten, in welchen der Diskont den Gewinn des Unternehmers ganz wegnimmt; dieser Punkt wird beim Effektenhandel frühzeitig, beim Warenhandel erst bei starker Erhöhung der Rate, zum Teil überhaupt nicht, bei der Industrie nur in bestimmten Produktionszweigen erreicht. Man muß bedenken, daß 1% Diskontunterschied nur ¼% pro Vierteljahr, bei einem Kredit von 1 Million somit nur 2500 Mk. im Jahr beträgt. Der Fabrikant und der Kaufmann arbeiten nicht durchwegs, auch nicht zum größten Teil mit so geringen Margen. Für die Industriezweige aber, die mit hohem eigenen Betriebskapital arbeiten oder bei denen das Betriebs- im Verhältnis zum Investitionskapital nur eine mäßige Proportion bildet, hat die Erhöhung des Satzes für Leihgeld nur eine geringe oder überhaupt keine Bedeutung. Wie groß hierin der Unterschied zwischen den einzelnen Industriezweigen ist, das zeigt die folgende Gegenüberstellung, die aus den Industriestatistiken des österreichischen Kompaß von 1913 zusammengestellt ist. Es betrugen

	Werksanlagen	Vorräte	Debitoren und Wechsel
	in Prozenten der Gesamtinvestition		
bei sechs Kohlenwerken	75	2	23
bei neun Eisenwerken	64	12	24
dagegen bei den Baumwollfabriken	35	38	27
bei den Dampfmühlen	17	47	36

Vorräte, Wechsel und Debitoren werden als Grundlage für Betriebskredit angesehen; die Vorräte betrugen zu Ende 1912 2% bei den Kohlenwerken, 38% bei den Baumwollfabriken und 47% bei den Mühlen. Auf diese beiden letztgenannten Gruppen muß eine Erhöhung des Leihgeldpreises natürlich ganz anders wirken als auf die Kohlenwerke. Auf die festgefügten Gesellschaften der Schwerindustrie und die amerikanischen Trusts, die sich das Betriebskapital durch Obligationen beschaffen können, hat die Erhöhung der Bankrate wenig Einfluß. In Zeiten, wo diese Produktionszweige im Vordergrund der Konjunktur stehen, wird die Erhöhung des Diskonts nicht jene Branchen treffen, die am stärksten beschäftigt sind, sondern jene, welche im Verhältnis zu ihrem stehenden Kapital am stärksten Kredit benötigen. Im Effektenhandel, der mit einer sehr starken Quote von Leihgeld arbeitet, sind Zinserhöhungen für längere Zeit nur bei starkem Steigen der Kurse zu ertragen; hier wirkt die Diskonterhöhung schon in jenem Zeitpunkt wo ihr Satz die Zinshöhe der Rentenwerte und oft auch, wenn er die Rentabilitätsrate der Aktien erreicht; in der Industrie — anders im Handel — wird der Nutzen nur in einem Teil der Unternehmungszweige und nur für einen Teil des Umsatzes aufgezehrt.

Ferner hängt der Grad der Wirkung der Diskonterhöhung auf die Preise derjenigen Güter, bei deren Herstellung oder Handel Betriebskredit in starkem Maß benützt wird, von der Höhe der Hausseengagements und der Vorräte in Industrie und Handel ab. Wenn die Lagerbestände gelichtet sind, kann auch bei Zinsänderung nicht viel verkauft werden, und darum bleiben die ersten Diskonterhöhungen in jeder Konjunktur auf die Warenpreise ohne Einfluß.

2. Die Wirkungen auf die Zahlungsbilanz werden nur dann eintreten, wenn der heimische Diskont im Verhältnis zu jenem des Auslandes sich ändert; geht aber das Ausland in gleicher Weise vor, so ist keine Veränderung gegenüber dem bestehenden Zustand erzielt; wenn die Bank von England von 3 auf 4, die Reichsbank von 3½ auf 4½% erhöht, so wird, möchte man auf den ersten Blick meinen, der Anreiz auf das englische Kapital, Wechsel in Deutschland zu prolongieren,

nicht vermindert werden. Es können doch unmöglich alle Staaten gleichzeitig weniger importieren und mehr exportieren, die Kapitalanlage gegenüber dem Ausland einschränken und von ihm mehr borgen! Wir werden aber sehen, daß in dieser Richtung die Wirksamkeit der Diskonterhöhung in verschiedenen Staaten verschieden ist.

3. Die Wirkungen dem In- und Ausland gegenüber treten nur ein, wenn die Leihsätze der anderen Banken sich dem Diskontsatz der Notenbank anschließen; ist dies nicht der Fall, dann kann die Diskonterhöhung nur Wirkung auf die bei der Notenbank eingereichten Wechsel und auf den mit dem Bankdiskont zusammenhängenden Kontokorrentzins, nicht aber auf die bei den Kreditbanken diskontierten Wechsel, ferner auf den Privatsatz — und damit auf die Heranziehung des auswärtigen Kapitals — ausüben.

Die zur Begründung der Diskontpolitik angeführten Momente hatten in der Londoner City und in der Zeit, in der sie sich ausgebildet haben, volle Berechtigung. Man hatte, dem Handel der City entsprechend, stets den Importeur und Exporteur vor Augen, der allerdings bei seiner kleinen Gewinnrate durch Veränderunge des Leihzinses ebenso entscheidend beeinflußt wird wie der Effektenhändler. „Der niedrige Diskont", so erklärte Page vor dem Committee von 1840, „erlaubt das Halten von großen Warenbeständen, erhöht dadurch die Preise der Importgüter, und da diese Rohstoffe sind, steigert er die Preise der exportierten Güter"; und Patterson schilderte die Wirkungen der Diskonterhöhung in folgender Form: „Es dauert Monate, ehe eine Order auf Baumwolle oder Australwolle ausgeführt werden kann, und wenn die Bankrate in der Periode zwischen der Erteilung der Order und der Ankunft der Güter erhöht wird, findet der Importeur seine Berechnungen geändert und hat einen Verlust statt eines Gewinnes; er muß zu forzierten Verkäufen schreiten, denn nur wenige können auf bessere Zeiten warten. Seine Kunden, die für die Diskontierung der Wechsel hohe Raten zu zahlen haben, müssen weniger oder zu reduzierten Preisen kaufen."

Diese Beweisführung ist dem internationalen Handel Londons angepaßt; die Möglichkeit der Abwälzung der Diskonterhöhung auf den Käufer ist darum nicht erörtert worden. Bei der zentralen Bedeutung Londons für die Kreditgewährung im überseeischen Warenbezug hatte die Erhöhung der Londoner Rate auf die Entschließungen des Rohmaterialhandels Bedeutung, nicht aber die gleiche Maßnahme einer anderen Notenbank. Die Rohmaterialbezüge für ganz Europa wurden auch bis zum Kriegsbeginn noch in überwiegendem Maße durch

Ziehungen auf London finanziert. Die Erhöhung der russischen Bankrate zum Beispiel bewirkt darum nicht eine Verminderung des Rohmaterialimports nach Rußland, weil diese Kreditgewährung in London, nicht in Petersburg stattfindet. Die Abstoßung der Lager bedeutet im Londoner Welthandel verminderte Ein- und erhöhte Ausfuhr — in andern Reichen wird diese Wirkung nur dann eintreten, wenn die durch die Diskonterhöhung betroffenen Produktionen Ausfuhrmöglichkeit haben, sonst tritt Preissturz ohne Exportsteigerung ein.

Sodann aber war England in jenem Zeitalter, in dem die Diskontpolitik begründet wurde, das einzige Reich mit Goldwährung, mit Welthandel, mit auswärtigen Kapitalanlagen. Der Pfundwechsel galt mehr als jeder andere Wechsel und seine Diskonterhöhung führte viel ausländisches Kapital dem englischen Wechselmarkt zu; das stolze Wort: „Die Diskonterhöhung der Bank von England macht den englischen Kaufmann zum Herrn des disponiblen Kapitals der Erde" war vor 50 Jahren gerechtfertigt; heute hat der Pfundwechsel seine Monopolstellung eingebüßt, durch starken Außenhandel und die Tätigkeit der Ueberseebanken haben auch vornehmlich die deutschen Wechsel regelmäßigen Kurs bekommen und sind Rivalen der englischen Devise geworden. Allerdings kommen als Konkurrenten nur Reiche mit freier Goldhergabe, mit Welthandel, mit auswärtigen Kapitalanlagen in Betracht; mancher Kapitalbesitzer wird auch bei hohem Diskont einem Land, bei welchem die Rückzahlung seines Wechsels in Gold nicht absolut gesichert ist, nicht Geld leihen wollen. Kredite an das Ausland können nur dort zum rascheren Inkasso kommen, wo solche Kredite bestehen: Reiche mit geringer Ausfuhr oder einem Export in Produkten, bei welchen Barzahlung die Regel ist, können nicht die Schuldeintreibung verkürzen; Länder mit geringem im Ausland gehandelten Effektenbesitz können nicht durch Diskonterhöhung zur Abstoßung von Effekten an das Ausland veranlassen.

Die Erhöhung der Bankrate ist somit von ganz anderer Wirksamkeit in Reichen, bei denen die drei genannten Voraussetzungen zutreffen als in Ländern mit geringem Außenhandel, anders in Gläubiger- als in Schuldnerreichen. Was für England galt und mit Einschränkungen heute noch gilt, das ist für die andern Staaten mit Ausnahme Deutschlands nicht im gleichen Maß zutreffend. Wenn in England der Wechseldiskont von 3 auf 5% steigt, wird mancher Engländer das Geld, das er kurzfristig im Ausland arbeiten gelassen hatte, in England verwenden, auch wenn der Auslandsstaat seinen Diskont auf 7% hinaufsetzt. Ihm genügen 5% im Inland und der Auslands-

staat fühlt die Wirkung der Diskonterhöhung nur in der eigenen Wirtschaft. Die rasche Erhöhung der englischen Bankrate hat noch 1907 in kurzer Zeit aus 17 Ländern Gold nach England gezogen.

So ist die Wirkung der Diskonterhöhung der Notenbank nach der weltwirtschaftlichen Entwicklung der einzelnen Reiche verschieden, aber auch in den vorgeschrittensten an bestimmte Voraussetzungen gebunden.

Die Zentralisierung der Notenausgabe und die Diskontpolitik stellen einen großartigen Versuch dar, von einem Punkt das Geldwesen und die Bedingungen des Kreditverkehrs zu regeln. Es ist die einzige wirtschaftliche Organisierung, die der Liberalismus unternommen hat. Aber schon Ricardo hatte auf die Schwierigkeiten hingewiesen, die die starke Entwicklung des Scheckverkehrs einer wirksamen Regelung der Währung entgegenstellt, und in den letzten Jahrzehnten haben sich infolge der Ausbildung großer Kreditbanken die Hemmnisse vervielfacht.

Würden in einem Land, das seine Notenbank auf Grund der Peelschen Bankakte organisiert hat, alle Zahlungen nur mit Metall und Noten geleistet werden und würde infolge Metallabflusses eine Reduktion der Noten erforderlich sein, so würde nur ein Notenbetrag eingeschränkt werden müssen, dessen Höhe dem Metallabfluß entspricht.

Wird im Land nur mit Metall und Noten gezahlt, hat aber die Notenbank das Recht, den dreifachen Betrag an Metall in Noten auszugeben, so muß bei Goldabfluß, wenn Gefahr für die Deckung besteht, der dreifache Betrag an Noten zurückgezogen werden; wenn zum Beispiel bei einem Metallbestand von 1000 Millionen 2700 Millionen Noten ausgegeben wurden und der Notenbank 100 Millionen Gold entzogen werden, so wird sie, um ihr Deckungsverhältnis zu erhalten, bestrebt sein müssen 300 Millionen Noten aus dem Verkehr zu ziehen.

Wenn aber die Zahlung in Noten zum Beispiel nur 5% aller Zahlungen beträgt und alle andern im Ueberweisungsweg erledigt werden, dann müßten scheinbar, um 300 Millionen Noten aus dem Verkehr zu bringen, die Gesamtkredite um den zwanzigfachen Betrag eingeschränkt werden. In Wirklichkeit wird diese ungeheuerliche Summe nicht erreicht, weil es der Notenbank teilweise möglich ist gerade jene Kredite einzuschränken, die zu Notenzahlungen führen — aber immerhin ist die gewaltsame Verringerung des Notenumlaufs eine für die Volkswirtschaft so gefährliche Maßnahme, daß sie nur in Ausnahmsfällen ergriffen wird. Das Gefühl nicht ganz Herr der Wirkungen ihrer Maßnahmen zu sein hat sich bei den Notenbanken verstärkt und dazu beigetragen, die diskontpolitischen Grundsätze zu ändern. Von der französischen Enquete war der Anstoß ausgegangen nach Mitteln zu

suchen, die die Diskonterhöhung entbehrlich oder mindestens zur ultima ratio, nicht zur ersten Maßregel machen sollten. Für Oesterreich-Ungarn, Rußland, Italien, die unter dem Zwangskurs einen niedrigen, selten veränderten Zins gehabt haben, wurde es beim Uebergang zur Goldwährung eine der wichtigsten Aufgaben nach Wegen zu suchen, welche die Diskonterhöhung soviel als möglich vermeiden lassen sollten, und der Eintritt einer Epoche teuren Geldes legte auch der Reichsbank die gleiche Frage nahe. Die theoretische Begründung der Diskontpolitik ist nur wenig geändert worden — in praxi hat sich aber ein starker Wandel vollzogen.

Die heute geltende Diskontpolitik ist nur verständlich, wenn die Bewegungen des Geldmarkts näher analysiert werden; die Notenbanken der Gegenwart bemessen ihre Rate nicht bloß nach dem momentanen Status, sondern nach Schätzung des künftigen Bedarfs — und dieser läßt sich nur nach Kenntnis der regelmäßigen Marktbewegungen bestimmen. Der Darstellung der Bewegungen des Geldmarkts folgt eine Analysierung der für die Bemessung der Diskontpolitik in der Gegenwart geltenden Gesichtspunkte, ferner jener bankpolitischen Mittel, welche angewendet werden, um die Maßnahme der Diskonterhöhung nur subsidiär wirken zu lassen und endlich des Verhältnisses zwischen Noten- und Kreditbanken bei Bestimmung des Leihgeldsatzes.

22. Die Bewegungen des Geldmarkts.

Der Geldmarktbedarf setzt sich aus der Summe von Betriebs- und Effektenkreditbedarf zusammen. Die Nachfragekurve nach beiden liegt in Epochen starker Kapitalinvestition höher als in solchen langsamer Fortentwicklung. Wie in der Zeit des Eisenbahnbaus im dritten Viertel des vorigen Jahrhunderts so erfordern in jener der raschen Industrieentfaltung, in der wir heute leben, die sich erweiternden Unternehmungen mehr Betriebskredit, der Effektenmarkt, auf den fortwährend Neuemissionen zur Aufbringung des stehenden Kapitals gelangen, mehr Effektenkredit. Die dem Geldmarkt zur Verfügung stehenden Mittel pflegen in solchen Epochen nicht in derselben Proportion wie die Nachfrage zu wachsen; wohl nehmen die Kassenreserven der Industriegesellschaften entsprechend der Erweiterung der Geschäfte und dem Steigen der Preise zu, aber jener Teil der Einlagen, der im zeitlichen Zwischenraum zwischen Einkommenserzielung und Kapitalanlage dem Geldmarkt zur Verfügung steht, wächst langsamer heran,

da die intensive Tätigkeit auf dem Kapitalmarkt die Tendenz hat, diesen Zwischenraum zu verkürzen.

Innerhalb der großen Epochen heben sich die einzelnen Konjunkturperioden ab: In Epochen steigenden Zinses liegen die Durchschnittszinse in der folgenden Konjunkturperiode höher als in der vorhergehenden, in Epochen fallenden Zinses niedriger. Man hat in der Gegenwart oft die Behauptung aufgestellt, daß die Konjunkturperioden einander rascher folgen als ehedem. Das ist nicht zutreffend.

In der vorhergehenden Epoche starker Investition waren die Konjunkturperioden nicht von langer Dauer: jene von 1858—1864 dauerte sieben, von 1865—1869 fünf und von 1870—1873 nicht viel über drei Jahre; kürzere Dauer weisen auch die Konjunkturperioden in der Gegenwart nicht auf.

Die Einwirkung der Epochen und der Konjunkturen innerhalb derselben auf die Notenbanken läßt sich am deutlichsten durch einen Vergleich der Zeit von 1880—1895 mit jener von 1895 bis in die Gegenwart zeigen. Die erste Epoche begann nach Vollendung der großen Eisenbahnbauten, nach der schweren Krise von 1873; es war eine Zeit des Friedens, geringer Investitionsbedürfnisse von Staat und Privatunternehmungen. Das Sinken der Warenpreise, von den Getreidepreisen ausgehend, entmutigte die Warenspekulation, Abgleitungen der Aktienkurse infolge der Stagnation in vielen Produktionszweigen die Aktienspekulation. Es war jene Zeit, in der die Agrarier das Getreideterminhandelsverbot verlangten, weil damals die Warenspekulation meist sinkende Preise vorhersah. Die Epoche seit 1895 ist dagegen eine Kriegs-, Rüstungs- und Industrieepoche, eine Zeit steigender Preise. Bewegen sich auch die Konjunkturen in Wellenlinien, so liegen die Preise an den Spitzen einer Konjunktur doch regulär höher als in der vorhergehenden, und das gibt nicht bloß der berufsmäßigen, sondern auch der Publikumsspekulation die Zuversicht, daß ein Sinken der Preise nur eine vorübergehende Tatsache sei. Waren- und Effektenspekulation haben zugenommen und mit ihnen der Bedarf nach Geldmarktkredit.

Wie sich die zwei Epochen und ihre Konjunkturperioden in die Bilanzen der Notenbanken einzeichneten, das zeigen die folgenden Uebersichten:

Metallvorräte der Notenbanken in Millionen Mark.

	Preisindex n. Sauerbeck	Reichsbank	Bank von Frankreich	Bank von England	Oesterr.-Ung. Bank [1]	Russische Staatsbank [1]
1876	80	511	1619	587	253	725
1895	59	1012	2665	796	565	1267
1907	82	843	2974	712	1180	2147
1912	89	1191	3323	789	1318	2955

Deckung des Notenumlaufs durch Metall in Prozenten

	Reichsbank	Bank von Frankreich	Bank von England	Oesterr.-Ung. Bank	Russische Staatsbank
1876	74.6	80.4	103.6	49.4	44.7
1895	92.4	93.3	150.5	61.3	56
1907	57	76.3	120.5	75.5	84.1
1912	67.5	75.2	134.2	67.7	82.9

Diskontierte Wechsel in Millionen Mark

	Reichsbank	Bank von Frankreich	Bank von England	Oesterr.-Ung. Bank	Russische Staatsbank
1876	403	729	[2]	219	205
1883	366	830		257	237
1895	574	438		293	399
1907	1105	929		617	404
1912	1238	1101		784	911

Der offizielle Bankdiskont in den Konjunkturperioden.

		Reichsbank			Bank von Frankreich			Bank von England			Oest.-Ung. Bank			Russische Staatsbank		
		höchster	tiefster	Durchsch.	höchster	tiefster	Durchsch.	höchster	tiefster	Durchsch.	höchster	tiefster	Durchsch.	höchster	tiefster	Durchsch.
Epoche sinkender Preise	1879—1885	6	3	4.1	5	2	2.9	6	2	3.2	5	4	4.1	6	5	7
	1886—90	5	3	3.6	4.5	2.5	3	6	2	3.6	5.5	4	4.2	6	5	5.3
	1891—95	5.5	3	3.4	3	2	2.5	5	2	2.6	5.5	4	4.2	6	4	4.4
Epoche steigender Preise	1896—1900	7	3	4.4	4.5	2	2.4	6	2	3.2	6	4	4.4	7	4.5	5
	1901—07	7.5	3	4.3	4	3	3.05	7	2.5	3.7	6	3.5	3.9	8	4.5	5.7
	1908—13	6	3.5	4.7	4	3	3.25	5	2.5	3.7	6	4	4.7	7	4	5.3

Noch markanter als die Durchschnittsziffern zeigt die erhöhte Anspannung der Notenbanken der folgende Vergleich:

Im Jahre 1888 betrug bei der Reichsbank die günstigste Notendeckung am 7. Juni 118%, die ungünstigste am 31. Dezember 80%.

1) Bei der Oesterr.-Ungarischen Bank und der Russischen Staatsbank sind die Daten von 1876 und 1895 mit jenen der folgenden Jahre wegen der Durchführung der Währungsreform nicht vergleichbar.

2) Die Bank von England weist den Wechselbestand nicht gesondert aus.

Im Jahre 1907 betrug die günstigste Notendeckung am 23. Mai 79.1%, die ungünstigste am 31. Dezember 40.3%.

Die Verschlechterung der Notendeckung erklärt sich aus der erhöhten Inanspruchnahme der Banken; man vergleiche die Veränderungen des Wechselbestandes in den zwölf Jahren vor und nach 1895, dem Wendejahr zweier Epochen. Es betrug die Zunahme des Wechselportefeuilles, welches die Notenbanken im Jahresdurchschnitt besaßen, in Mill. Mk.

	bei der Reichsbank	Bank von Frankreich	Oesterr.-Ung. Bank
von 1883 bis 1895	208	— 392 (!)	36
von 1895 bis 1907	531	491	324

In einer Epoche steigender Preise und Löhne ist erhöhter Notenumlauf erforderlich; der Metallvorrat kann dem raschen Wachsen der Notenemission, das in kurzem Zeitraum vor sich geht, in gleichem Tempo nur ausnahmsweise dann folgen, wenn die Zahlungsbilanz während der ganzen Dauer der Epoche einem Land günstig ist; ist dies nicht der Fall, so zehrt die Notenbank von dem in der vergangenen Epoche und in den Depressionszeiten der einzelnen Konjunkturperioden der gegenwärtigen Epoche angehäuften Metallvorrat.

Die schwersten Aufgaben erwachsen den Notenbanken industriell hoch entwickelter Reiche an den Höhepunkten der Konjunkturperioden in Epochen starker Nachfrage. Die Preise im Inland stehen hoch, die Neigung zur Ausfuhr ist nur in Ausnahmsfällen groß, die Einfuhr an Rohmaterialien dagegen beträchtlich. Die Heranziehung von Leihgeld aus dem Ausland durch die Diskonterhöhung ist nur unter gewissen Bedingungen und auch dann nur zeitweise wirksam: es kommt Leihgeld nur in das Land, wenn nicht auch im Ausland infolge gleichzeitiger Konjunktur die Rate in die Höhe geht; kommt aber Leihgeld herein, so ist damit nur eine zeitweise Verbesserung der Zahlungsbilanz gegeben — denn diese Darlehen müssen in einigen Monaten zur Rückzahlung kommen, sie werden nicht erneuert, wenn bei Ablauf der Dauer des Kredits der Gläubigerstaat selbst oder ein anderer günstigere Bedingungen für kurzfristiges Leihgeld bietet. Auf die Dauer können kurzfristige Kapitalien des Auslandes aber nicht herangezogen werden.

In den vorhergehenden statistischen Uebersichten wurden die Durchschnittsziffern der Hoch- und Tiefjahre der Konjunkturen einander gegenübergestellt. Damit ist nur ein mehr allgemeiner Ueberblick gegeben; die volle Einsicht in die wechselnde Inanspruchnahme der

Notenbank wird erst bei Untersuchung der Einwirkung der Jahreszeit auf den Geldmarkt gewonnen.

23. Die Bedeutung der Jahreszeit für den Geldmarkt.

Für die Höhe der Belastung des Geldmarkts in einem gegebenen Zeitpunkt ist nicht das Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Kredit, sondern jenes zwischen Erfüllung der Kreditgewährung und den dazu vorhandenen Mitteln entscheidend. Von der Einräumung eines Kredits bleibt der Geldmarkt unberührt, er wird erst dann beeinflußt, wenn der Kredit zur Auszahlung kommt.

Die Auszahlung kann entweder im Ueberweisungsweg oder in Währungsgeld geleistet werden. In der Literatur und vielfach selbst in der Praxis wird angenommen, daß der Ueberweisungsverkehr für den Geldmarkt dann ohne Bedeutung ist, wenn die Bank A von der Bank B den gleichen Betrag erhält, den sie dieser zu überweisen hat. Hier täuscht aber die äußere Form der Abrechnung über den ökonomischen Charakter des Vorgangs hinweg. Die Bank A hatte an die Bank B für Rechnung von Industriellen Zahlungen zu leisten und erhält von der Bank B Beträge zu Gunsten von Beamten, die bei ihr ihr Konto hatten. Während sie die Fabrikantengelder vielleicht dreimonatlich anlegen konnten, sind die Beamtengelder zur Abhebung im selben Monat bestimmt. Der Gesamtbetrag der Guthaben bei der Bank ist unverändert geblieben, aber die Zeit, für welche die Depositen verwendet werden können, hat sich geändert; das kommt noch stärker zum Ausdruck, wenn Uebertragungen zwischen Instituten mit anderer Anlagegewohnheit vorgenommen werden, zum Beispiel zwischen einer Kreditbank und einer Sparkasse; auch hiebei findet lediglich Ueberweisung statt, aber die Sparkasse legt die Einlagen vorwiegend auf dem Kapitalmarkt an. Darum bedeutet jeder starke Ueberweisungstermin, selbst dann wenn die Ueberweisung bei derselben Bank zwischen verschiedenen Kontoinhabern vor sich geht, eine Aenderung der Anlagen. Das gleiche Ergebnis haben Uebertragungen von Kreditbanken an die Notenbank. Die Kreditbanken pflegen alle Formen des Geldmarkt- und teilweise des Anlagekredits — die Notenbanken beschränken sich auf den Wechseldiskont und bestimmte Formen des Effektenkredits. Der Uebergang von Einlagen von den Kreditbanken an die Notenbank hat darum für den Geldmarkt, obwohl die Gesamtsumme der ihm zur Verfügung stehenden Mittel nicht verringert wird, sehr erhebliche Bedeutung. In England werden zur Zeit der Entrichtung der Einkommensteuer nam=

hafte Beträge der Bank von England, die den Kassendienst der englischen Regierung führt, überwiesen und das bedeutet eine andere und teurere Art der Geldausleihung — teurer deshalb, weil die Bank von England die Erhöhung ihrer Depositen als Steigerung ihrer Verpflichtungen ansieht. Die andern Notenbanken, von Belgien und den Niederlanden abgesehen, nehmen bei ihrer Diskontpolitik keine Rücksicht auf die Höhe der Depositen, und darum hat auf dem Kontinent die Uebertragung von Einlagen der Kreditbanken an die Notenbank auch nicht die gleiche Wirkung wie in England. Dagegen äußern sich die Termine starker Währungsgeldzahlung auf allen Geldmärkten in derselben Weise.

In Zeitpunkten, an welchen starke Zahlungen in Währungsgeld zu leisten sind, müssen die Kreditbanken zur Beschaffung des Geldes die Guthaben bei der Notenbank abheben und Wechsel bei ihr diskontieren; dadurch tritt die Notenemission an Stelle des Ueberweisungsverkehrs: die Mittel der Kreditbanken, welche den verschiedenen Kreditformen zur Verfügung stehen, werden eingeschränkt, das Zahlungsmittel, das benötigt wird, ist nur in begrenztem Maß vorhanden. Würde die Notenbank zur Gewährung aller Kreditarten berechtigt sein, dürfte sie unbegrenzt Noten emittieren und würden diese auch im Ausland Zahlkraft besitzen, so würde an derartigen Terminen die Notenbank ohne Zinsveränderung die Kreditbanken ablösen; da aber diese drei Voraussetzungen nicht zutreffen, bedeuten Termine starker Währungsgeldzahlung eine Veränderung der bankmäßigen Anlagen. Je mehr sich die Termine der Währungsgeldzahlungen zeitlich konzentrieren, desto stärker werden die Aenderungen sein müssen.

In allen Volkswirtschaften ist der Währungsgeldbedarf zu Wochenende wegen der Lohnzahlungen stärker als im Verlauf der Woche, zu Monatende wegen der Verlegung der Zahlungstermine in Produktion und Handel auf diesen Zeitpunkt stärker als im Verlauf des Monats; Zahlungskonventionen haben die Tendenz die Spannung zwischen dem Kassabedarf zum Ultimo im Gegensatz zu den übrigen Monatstagen zu erhöhen.

Unter den Monaten selbst sind es jene des Herbst, welche den stärksten Zahlungsmittelbedarf aufweisen; zu den Kreditansprüchen der Industrien, welche das ganze Jahr mit annähernder Gleichmäßigkeit arbeiten, tritt der Bedarf für den Ernteankauf. Da im Gegensatz zur Industrie in der Landwirtschaft Kleinbetriebe, die sich des bankmäßigen Ueberweisungsverkehrs nicht bedienen, eine bedeutsame Rolle spielen, in manchen Ländern im Herbst die Löhne des landwirtschaftlichen Per-

sonals ausbezahlt werden, ist die Nachfrage nach Währungsgeld für den inneren Verkehr namentlich im September und Oktober gegenüber den vorhergehenden Monaten wesentlich verstärkt. In England wurde die Erscheinung des „autumnal drain", des Geldentzugs im Herbst schon lange konstatiert, ehe man die Wirkung der Jahreszeit auf den Geldmarkt kannte. Er übt besonders große Bedeutung in der Union, Deutschland und Rußland. In den Getreideeinfuhrländern ist im letzten Jahrzehnt an Stelle des inländischen ein herbstlicher Geldbedarf für Auslandszahlungen eingetreten: Große Quantitäten von Getreide und Baumwolle werden im Herbst eingeführt, denen im selben Monat gleichhohe Ausfuhrwerte nicht gegenüberstehen; da auch die andern Posten der Zahlungsbilanz das im September und Oktober sich ergebende starke Passivum der Handelsbilanz nicht sofort ersetzen können und auch die Zahlung durch Ankauf von Wechseln, welche andere Länder auf die Exportreiche besitzen, deshalb versagt, weil eben die Getreide-, Baumwolle- und Kaffee- ausführenden Staaten in diesen Monaten gegen alle andern Reiche eine aktive Zahlungsbilanz haben, sind regelmäßig Goldausfuhren zur Begleichung des momentanen Passivsaldos nötig. Der autumnal drain für Auslandszahlungen ist in England viel wichtiger geworden als jener für den inländischen Landwirtschaftsbedarf.

Die Bedeutung der Jahreszeit für den deutschen Geldmarkt.

In den ersten Januartagen werden in Deutschland eine große Zahl von Kupons fällig, die Eingänge aus Mietzinsen bei den Banken hinterlegt. Die Kreditbanken, die zu Jahresende im Interesse der Verschönerung der Bilanz nach Liquidität gestrebt hatten, leihen freigebiger. Dadurch wird der Leihpreis des Geldes auf dem offenen Markt billiger, der Status der Reichsbank verbessert. Die Zuführung neuer zur Anlage verfügbaren Kapitalien und die Verbilligung des Leihgeldes veranlassen eine um so regere Emissionstätigkeit auf dem Kapitalmarkt, als die vorangegangenen vier Herbstmonate Zurückhaltung auferlegt hatten. Die Vorbereitung der Emission verlangt eine Konzentrierung der Mittel: Wenn eine Bank bei Konsortialbeteiligungen bereit sein muß, am 15. Januar als erste Einzahlung für eine Anleihe auf ihre Quote 5 Millionen einzuzahlen, so wird sie diesen Betrag schon einige Tage zuvor als kurzfristigen Effektenkredit dem Markt zur Verfügung stellen. Auch nach Durchführung der Emission pflegt der größte Teil der einge-

zahlten Kapitalien bei den Banken zu bleiben, da die auf diese Weise aufgebrachten Summen in der Mehrzahl der Fälle nicht sofort vom Schuldner benötigt werden. Mit Ausnahme der letzten Januar- und Februarwoche — in der wie stets zu Monatsschluß die per ultimo regulierten Geschäftszahlungen und die Börseengagements zu begleichen sind — pflegen die beiden ersten Monate leichten Geldstand auf dem offenen Markt zu zeigen. Der März bringt einen erheblichen Bedarf für Dividenden- und Kuponzahlungen; die für diesen Zweck bereitgehaltenen dem Markt in den vorhergehenden Wochen zur Verfügung gestellten Gelder werden zum Teil der kurzfristigen Geldmarktanlage entzogen; der Beginn des „Frühjahrsgeschäfts“ und der Campagne in den Sommerproduktionen erfordert neuen Betriebskredit. In der letzten Märzwoche ist ein starker Bedarf wegen der bedeutenden Quartalszahlungen — da ein großer Teil der städtischen Mieten und vielfach auch Gehalte vierteljährlich gezahlt werden. Nach Vierteljahrsschluß pflegt der Bedarf nach Geld wieder zurückzugehen, erreicht seinen Tiefpunkt in der zweiten Hälfte des Mai und steigt dann langsam empor; die letzte Juniwoche bringt die Quartalsansprüche, die jedoch bei der relativen Ruhe in Industrie und Handel leicht befriedigt werden können. Juli und August haben gleichfalls (mit Ausnahme der letzten Monatstage) nicht hohe Inanspruchnahme, der Tiefpunkt wird gewöhnlich in der dritten Augustwoche erreicht: Diese Monate sind die traditionelle Urlaubszeit und erhebliche Beträge neu zufließenden Einkommens strömen den Banken als Einlagen zu, da die Eigentümer erst nach ihrer Rückkehr über die Beträge verfügen wollen. In der zweiten Augusthälfte setzt der Erntebedarf ein, im September treten die Erfordernisse für Betriebskredit bei einer Reihe von Industrien hinzu. Der Quartalzahlungstermin zu Ende September stellt dementsprechend außerordentlich große Ansprüche an den Geldmarkt und an die Notenbank. Nach Septemberende treten Rückflüsse ein, der Geldmarkt wird weniger stark beansprucht, zu Novembermitte pflegt der Tiefpunkt der Ansprüche im vierten Quartal erreicht zu werden, dann nimmt der Bedarf wieder langsam zu und schnellt in der letzten Dezemberwoche rasch in die Höhe, in welcher zu den sonstigen Quartalszahlungen der Bilanzbedarf hinzutritt.

Für den deutschen Geldmarkt charakteristisch ist die starke Bedeutung der Quartalszahlungen, vor allem zu September-, ferner zu Dezemberende; in der Mitte der Quartale pflegt der Geldmarkt und der Status der Notenbank relativ am günstigsten zu sein. Der offene Geldmarkt wird nach den Quartalsschlüssen rascher flüssig als der Status der Reichsbank.

Um die Bedeutung der Jahreszeit für den deutschen Geldmarkt zu veranschaulichen, sind in der folgenden Uebersicht die wichtigsten Posten der Reichsbankausweise an den Tagen stärkster und schwächster Belastung in jedem Vierteljahr zusammengestellt; es wurde hiefür das Jahr 1911 gewählt, da die beiden folgenden Jahre infolge der Wirkungen des Balkankrieges nicht als normal bezeichnet werden können.

	Barbestand	Anlagen	Notenumlauf	Depositen	Notendeckung
		in Millionen Mark			in %
31. Dezember 1910	989	1852	2073	711	47.1
21. Februar 1911	1315	884	1372	721	95.9
31. März 1911	1130	1579	1973	676	57.2
23. Mai 1911	1336	953	1464	731	92.0
30. Juni 1911	1187	1515	1965	679	60.5
23. August 1911	1331	904	1496	673	88.7
30. September 1911	1041	1994	2295	650	45.2
23. November 1911	1232	1259	1654	706	74.2
31. Dezember 1911	1049	2059	2251	710	46.7

Die Höhe- und Tiefpunkte der beiden ersten Quartale weisen fast die gleiche Notendeckung auf; im dritten und vierten Quartal ist die Deckung niedriger.

Die Jahre der Konjunktur unterschieden sich bisher von jenen der Depression durch schwächere Notendeckung; die Wellenlinien der Deckung in den einzelnen Jahreszeiten weisen dieselbe Richtung auf, aber verschiedene Höhe. Nur ausnahmsweise, wenn in der Mitte des Jahres der Uebergang von einer Periode der Hochkonjunktur zu einer Periode der Depression eintritt, wird die normale Wellenbewegungslinie geändert: in den Jahren 1908 und 1913 hatte das erste Quartal stärkere Belastungsziffern als die beiden letzten. Doch von diesen Ausnahmserscheinungen in den Wendejahren einer Konjunktur abgesehen verlaufen die Wellenlinien in gleicher Richtung; die Spannungsverhältnisse zwischen den günstigsten und ungünstigsten Tagen der einzelnen Quartale haben sich in den drei letzten Jahrzehnten nur wenig geändert: so betrug der Unterschied der Notendeckung zwischen dem günstigsten Termin des zweiten Quartals und dem 31. Dezember 1888, dem Jahre größter Flüssigkeit, 38.6%, zwischen denselben Terminen des Jahres der größten Anspannung, 1907, 37.8%.

Die Anspannung zu den Quartalen ist in den Zahlungsgewohnheiten, die langsame Entspannung in der Art des Zugangs zur Reichsbank begründet. Die Reichsbank beschränkt ihre Kreditgewährung auf den Wechseldiskont und den Lombardkredit, den letzteren betreibt sie aber innerhalb enger Grenzen, da Lombarddarlehen nicht gesetzliche Notendeckung bilden. Der Wechseldiskont wird zu erheblichem Teil in direktem Verkehr mit der Kaufmannschaft gepflegt und enthält daher viel langfristiges Material.

Der offene Geldmarkt bewegt sich weit regelmäßiger; auch für ihn haben die Quartalszahltage entscheidende Bedeutung. Ein großer Teil der dem Geldmarkt zur Verfügung stehenden Mittel wird zu Zahlungen am Quartalsersten benötigt — so die Seehandlungsgelder für Gehalt- und andere Zahlungen, die russischen Guthaben für Besorgung des Kupondienstes — und die aus diesen Mitteln gewährten Kredite laufen zum großen Teil einige Tage vor Quartalsschluß ab. Da aber die geleisteten Zahlungen zumeist bald nach Beginn des Quartals auf einem andern Bankguthaben erscheinen, ist in kurzer Zeitspanne das Gleichgewicht auf dem offenen Geldmarkt hergestellt. In den ersten Tagen des neuen Vierteljahrs werden die den Kreditbanken neu zugeflossenen Guthaben zunächst als tägliches Geld verwendet, bis sich hiefür eine geeignete Anlage auf dem offenen Geldmarkt im engeren oder weiteren Sinn findet. Der Privatsatz senkt sich nach Quartalsbeginn und die Spannung zwischen der Rate der Notenbank und dem Privatsatz erreicht in dem ersten Quartalsmonat ihr Maximum und verringert sich bis zum Quartalsschluß ununterbrochen.

Die Bedeutung der Jahreszeit für den englischen Geldmarkt.

Die Nachfrage auf dem Geldmarkt im engeren Sinn wird in England überwiegend durch den Bedarf nach Kredit für den internationalen Warenhandel bestimmt. Die englischen und schottischen Banken selbst, Institute eines Landes, welches mehr Vorrat als Bedarf nach Geldmarktkredit besitzt, benötigen Akzeptkredit nur im Rahmen des foreign department. Die Herbstmonate, namentlich September und Oktober, verursachen infolge der Bewegung der Getreide- und Baumwollernte ein Ansteigen des Kreditbedarfs; im Februar und März reduziert die Einzahlung der Steuergelder bei der Bank von England die dem Londoner Geldmarkt zur Verfügung stehenden Mittel. Für die Situation des Marktes in den übrigen Monaten ist das jeweilige

Verhältnis zwischen Bedarf an kurzfristigem internationalen Kredit und den dem Geldmarkt zugewendeten Mitteln — deren Höhe von der Beurteilung der politischen Lage in hohem Maß abhängig ist — entscheidend.

Der heimische Kreditbedarf hat für den Londoner Geldmarkt mehr hinsichtlich des Angebots als hinsichtlich der Nachfrage von Kapital Bedeutung. — Zu Monatsende, wo die Depositenbanken im Interesse ihres Monatsausweises die Ausleihungen einschränken, pflegen die Sätze des offenen Marktes in die Höhe zu gehen. — Die Bewegungen in London unterscheiden sich von jenen der kontinentalen Märkte vornehmlich dadurch, daß der Privatsatz (infolge der Steuererhebungen) im ersten Jahresviertel relativ hoch, im zweiten relativ niedrig steht. Während auf den kontinentalen Märkten in der Regel der Februar die niedrigsten Leihsätze zeigt, wird in London das Minimum des Privatsatzes gewöhnlich im Mai und Juni erreicht.

Die Bank von England hat für den heimischen Zahlungsdienst mit weit weniger variablen Anforderungen zu rechnen als die kontinentalen Institute. Bei der weiten Verbreitung des Systems der Scheckzahlungen sind die Barzahlungen auf ein enges Gebiet eingeschränkt. Dementsprechend schwanken die Beträge der ausgegebenen Noten — deren kleinstes Appoint bis zu Kriegsbeginn 5 £ betrug — in den einzelnen Jahreszeiten relativ wenig; selbst in dem kritischen Jahr 1907 betrug die Notenzirkulation am 21. August 29.6 Millionen £, am 18. September 29.1, am 16. Oktober 29.5, 13. November 29.3 und 11. Dezember 29.0 Millionen £. Dagegen kommen die Goldabflüsse für den innern Zahlungsverkehr stark zur Geltung, jedoch nicht in gleichem Maß wie in Deutschland, da die Zahlungstermine — von dem schottischen Herbstzahltag abgesehen — ungleich weniger konzentriert sind. Eine genaue Erfassung des Maßes der Goldabflüsse in das Inland an den stärkeren Zahltagen ist deshalb nicht möglich, weil die Ausweise der englischen Notenbank nicht an einem bestimmten Monatstag, sondern jeweils am Donnerstag abgeschlossen werden; die wenigen Ausweise, die gerade auf einen Zahltag fallen (zum Beispiel jener vom 31. Dezember 1902) zeigen relativ großen Goldabfluß. Noch wichtiger sind die Schwankungen, die sich im Goldbestand der Bank aus der Goldbilanz dem Ausland gegenüber ergeben. Bei der außerordentlichen Mannigfaltigkeit der Momente, welche die jeweilige englische Zahlungsbilanz bestimmen, läßt sich eine Regelmäßigkeit überwiegender Goldzufuhr nach den Jahreszeiten nicht konstatieren, von dem starken Goldabfluß des Herbstes abgesehen, den der große Import aus Ländern mit starkem Goldbedarf

Indien, Aegypten) hervorruft. Der Goldbestand ist regulär am stärksten in der Mitte, am schwächsten am Ende der Quartale. — Außer dem Konto des Metallbestands ist nur jener der öffentlichen Guthaben von den Schwankungen der Jahreszeit abhängig. Wie schon erwähnt, steigen die Guthaben des Staates im ersten Jahresviertel infolge der Steuerzahlung an und senken sich dann in den folgenden Monaten infolge fortdauernder Abhebungen. So erhöhten sich zum Beispiel die public deposits im Jahre 1913 von 9.8 Millionen £ am 8. Januar auf 28.8 Millionen £ am 12. März und senkten sich dann bis auf 5.3 Millionen £ am 15. Oktober. In manchen Jahren muß die Finanzverwaltung gerade im letzten Vierteljahr, also in der Zeit der größten Ansprüche, Schatzwechsel begeben. — Die privaten Guthaben dagegen schwanken in den einzelnen Jahresmonaten nur wenig, sie bewegten sich zum Beispiel im Jahre 1913 von Anfang Januar bis Mitte Dezember immer um 40 Millionen £. Im Gegensatz zu den Guthaben der kontinentalen Notenbanken sind die Privatdepositen der Bank von England nicht Giroguthaben — die Bank hat keinen Ueberweisungsverkehr —, sondern Kassenbestand und Kriegsreserve von Banken und großen öffentlichen Korporationen und die Schwankungen des Kontos zu den einzelnen Jahreszeiten — vom Jahresabschluß abgesehen — sind geringfügig. —

Die Wirkung der Jahreszeit auf die Bank von England zeigt am deutlichsten die Statistik von Hirst und Palgrave, welche Durchschnittszahlen für die Bankreserve, das heißt die Summe der Noten, die die Bank von England noch ausgeben durfte, für die Jahre 1888—1907 enthält. Danach stieg die Bankreserve von 84% der Verbindlichkeiten zu Anfang Januar auf 111% zu Ende März, sank auf 97% in der dritten Aprilwoche, stieg auf 100% zu Anfang, sank auf 97% zu Mitte Mai, stieg bis Anfang Juli auf 110%, sank bis Ende August auf 98%, stieg auf 108% zu Mitte Oktober, sank auf 90% zu Ende November, stieg auf 95% zu Mitte und sank auf 84% zu Ende Dezember.

Die Bedeutung der Jahreszeit für den amerikanischen Geldmarkt.

Die Vereinigten Staaten hatten bisher nicht einen, sondern fünf Geldmärkte: New York, Chicago, New Orleans, St. Louis, San Francisco. In New York ist infolge der Kuponzahlungen im Januar und Anfang Februar Geld billig, zumal nach den Feiertagen geringes Ladengeschäft herrscht und der Verkehr auf den Wasserstraßen unter-

bunden ist. Die in dieser Zeit stark einsetzende Emissionstätigkeit erhöht den Kreditbedarf, so daß von Mitte Februar die Leihsätze des offenen Marktes ansteigen; die zu Frühjahrsbeginn mit der Eröffnung der Wasserstraßen neu einsetzende Tätigkeit steigert die Kreditnachfrage und bis Ende März — einem wichtigen Kupontermin —, häufig sogar bis Mitte oder Ende April pflegt die Anspannung auf dem Markt fortzudauern; von diesem Zeitpunkt bis Ende Juli ist der Markt leicht — mit kurzer Unterbrechung zum Juliende —; Anfang August beginnt die Zeit der Erntebewegung, die Geldsätze steigen bis zum Septemberende immer mehr an. Im Oktober schwächt sich die Nachfrage ab, von da bis zum Jahresende bleiben die Marktsätze auf ungefähr gleichem, ziemlich hohem Niveau. Nach den Berechnungen von Kemmerer (Seasonal variations in the relative demand for money and capital in the United States in den Materialbänden der National Monetary Commission) betrug in New York im Durchschnitt der Jahre 1890—1908 der Satz für Dreimonatswechsel: am 1. Januar 4.97, am 1. Februar 4.27, in der letzten Märzwoche 4.80, in der zweiten Juniwoche 4.08, in der dritten Septemberwoche 5.33, in der letzten Novemberwoche 4.70, in der letzten Dezemberwoche 4.87%. Um die Einwirkung der Geldmarktschwankungen auf die Preise der Effekten zu untersuchen, wurden für den gleichen Zeitraum Durchschnittskurse von 27 Eisenbahnobligationen ermittelt; die Kurse stiegen bis in die erste Februarwoche, sanken bis Ende März, stiegen bis Mitte Juni, sanken bis Ende Juli, stiegen bis Anfang September, sanken bis Mitte Oktober, stiegen bis Mitte November und sanken von da an. Diese Bewegungen zeigen eine unleugbare Analogie zu jenen des deutschen Geldmarkts, nur ist die Anspannung zu Ende des ersten Quartals und darüber hinaus im April in New York stärker als in Berlin.

24. Die Grundsätze der Diskontbestimmung, Konstatierungstheorie und Diskontpolitik.

Aus den Anschauungen, die der Peelschen Bankakte zugrunde lagen, folgerte die Praxis der Notenbanken von der Mitte bis zum Ende des dritten Viertels des vorigen Jahrhunderts, daß bei Verminderung des Goldbestandes — sei es durch Abströmen in die innere Zirkulation oder ins Ausland — oder bei Erhöhung der Notenemission der Diskont zu erhöhen sei. Den deutlichsten Ausdruck fand dieser Vorgang in der Haltung der Bank von England während des Krisenjahrs 1873. Ihre Rate betrug zu Jahresbeginn 5%, am 10. Januar 4½%,

23. Januar 4%, 30. Januar 3½%, 26. Februar 4%, 7. Mai 4½%, 12. Mai 5%, 19. Mai 6%, 4. Juni 7%, 11. Juni 6%, 10. Juli 5%, 17. Juli 4½%, 31. Juli 3½%, 21. August 3%, 26. September 4%, 30. September 5%, 15. Oktober 6%, 20. Oktober 7%, 4. November 8%, 8. November 9%, 20. November 8%, 27. November 6%, 4. Dezember 5%, 11. Dezember 4½%. Es wurde gerade nur der augenblicklichen Situation Rechnung getragen; und das Wort Andrés in der französischen Enquête „On ne peut pas dire que la banque de France fait le taux d'escompte du pays, elle le subit" (I, 449) gab in prägnanter Fassung die damals herrschende Anschauung der Notenbankleiter wieder.

Aus dem starren System der Peelschen Bankakte mochte vielleicht der Praktiker sich zu solchem Vorgehen berechtigt glauben; mit den Anschauungen des bullion committee, aber auch mit jenen des Comités von 1840 stand diese Praxis nicht im Einklang. Zur Peelsakte hatten die schweren Angriffe gegen die Bank von England Veranlassung gegeben, und diese konzentrierten sich wesentlich darauf, daß die Bank durch eine in ihrem Status zwar begründete, aber für die Verhältnisse des Landes ungewöhnlich niedrige Rate eine Konjunkturbewegung geschaffen habe, deren sie nicht Herr geworden sei. Dieser Kritik lag wohl der Konstatierungsgedanke ferne; aber er war in der Praxis von Dezenien Herr geworden, und nur schüchtern wagte die nationalökonomische Theorie (vornehmlich Chevalier) dagegen den Einwand, daß er aller Erfahrung widerstreite; habe doch jede neue Bank den Zins des Landes herabgedrückt.

Aber die Ereignisse von 1864 und 1873 hatten gezeigt, daß man mit der bloßen Konstatierungslehre das Auslangen nicht finden könnte; und die neue Richtung, die sich langsam ihren Weg bahnte, findet in den Worten Thiers in derselben Enquête (Bd. III, 427) ihren deutlichen Ausdruck. „Wenn man bei Beginn der Beschleunigung der Spekulation den Mut hätte rasch anzuziehen würde ich die Anwendung und den Nutzen der Bremse (nämlich der Diskonterhöhung) verstehen. Aber am Anfang ist die Spekulation gewöhnlich glücklich, alle Werte steigen und da wäre die Bank scheel angesehen, welche inmitten der allgemeinen Trunkenheit es wagen würde diesen Fieberzustand zu zerstören. Wenn die Spekulation aufhört so erfolgreich zu sein und die allgemeine Beunruhigung den Direktoren der Banken die Autorisation gibt ihre verspätete Klugheit zu enthüllen dann ist die Diskonterhöhung keine Bremse, sondern ein Hinrichtungsinstrument. Ich glaube daher nicht an ihre Wirksamkeit als Bremse, weil sie immer zu spät angewendet wird."

Diese Ansicht stand in schroffem Gegensatz zu der damals herrschenden — namentlich auch von den Vertretern des banking principle verfochtenen — Lehre, wonach die Banken nicht aktiv in die Wirtschaft eingreifen, sondern lediglich auf die gegebenen wirtschaftlichen Situationen automatisch zu reagieren hätten. Der Praxis der Diskontfixierung nach dem jeweiligen Status der Bank war damit der Gedanke der Diskontpolitik gegenübergetreten; es brauchte ein Vierteljahrhundert, ehe er sich durchsetzen konnte. Hiezu wirkten drei Momente zusammen: Das Bedürfnis nach stabilem Diskont, das sich in der Epoche billigen Geldes von 1874 bis 1895 herausgebildet hatte; die genauere Kenntnis der Wirkungen von Diskontveränderungen, die sich in der ruhigen Epoche leichter verbreitete als in der Sturmzeit des dritten Viertels des vorigen Jahrhunderts, in welchem zudem die Notenbanken das nicht aus ihrer Praxis entstandene, sondern ihnen von außen aufgenötigte Mittel noch nicht recht hatten anwenden können; endlich die allerdings nur langsam vordringende Beachtung der regelmäßigen Schwankungen der Inanspruchnahme innerhalb der Jahreszeiten, auf welche zwar schon in den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts der englische Economist und in den sechziger Jahren Jevons aufmerksam gemacht hatten, die aber in ihrer Bedeutung erst wesentlich später von den Notenbankleitungen erkannt wurden.

Hatte man in der vorangehenden Epoche den Diskont nach den jeweiligen Deckungsverhältnissen der Notenbank bemessen, so begann man nun einzusehen, daß man nicht von absolut günstigem Status sprechen könne, sondern diesen an der Jahreszeit und der Konjunkturperiode zu messen habe. Die Ueberzeugung breitete sich immer mehr aus, daß es nicht genüge, bei einem bestimmten Status der Bank den Diskont zu erhöhen sondern daß die Rücksicht auf bevorstehende Steigerung der Inanspruchnahme zu einer Präventivpolitik nötige. In der Durchführung dieses Gedankens sind die einzelnen Notenbanken verschieden weit gegangen, am wenigsten weit die Bank von England. Untersuchen wir die Diskontpolitik der führenden Notenbanken in den letzten Konjunkturperioden.

Die deutsche Reichsbank ist verpflichtet den dritten Teil der ausgegebenen Noten durch Metall und Reichskassenscheine zu decken; diese letzteren zirkulierten bis 1913 bis zu einem Höchstumlauf von 120, seither von 240 Millionen Mark. Die Reichsbank ist gesetzlich nur zur Metalldeckung der Noten, nicht zu jener der Depositen verpflichtet, die Bankleitung hat jedoch ihren Erwägungen auch das Verhältnis von Noten und Depositen zum Metallbestand zugrunde gelegt, da

ja die Depositen ebenfalls in Gold zurückgefordert werden können (wenn auch über den Umweg der Noten).

Das Verhältnis der Kasse (einschließlich Kassenscheine) zu den Noten betrug in den Wendejahren der Konjunktur im Durchschnitt 1892: 98%, 1900: 73.8%, 1902: 82%, 1907: 62.6%, 1909: 70.5%, 1912: 69.7%.

Das Verhältnis der Kasse zu allen Verpflichtungen (Noten und Depositen) 1892: 64.6%, 1900: 50.9%, 1902: 55.8%, 1907: 45%, 1909: 48.4%, 1912: 43.1%.

Die Differenz des Durchschnitts der gesetzlichen Deckung zwischen den Jahren der Konjunktur und jenen der Depression schwankt somit um 20—25%; die Unterschiede werden aber noch deutlicher, wenn wir anstelle der Durchschnittszahlen die Differenz zwischen dem günstigsten Termin im geldflüssigsten und dem ungünstigsten im geldknappsten Jahr jeder Periode setzen.

			Kasse in % d. Notenumlaufs	in % aller Verbindlichkeit.
Periode 1895—1900	Günstigster Ausweis	23/2 1895	117.37	72.68
	Ungünstigster „	30/9 1899	50.93	37.75
Periode 1901—1907	Günstigster Ausweis	23/2 1902	102.95	61.91
	Ungünstigster „	31/12 1907	41.34	30.64
Periode 1908—1912	Günstigster Ausweis	23/2 1909	85.70	60.10
	Ungünstigster „	31/12 1912	41.80	32.70

Die Spannung zwischen dem Ausweis mit günstigstem und jenem mit ungünstigstem Deckungsverhältnis betrug in keiner der drei letzten Perioden weniger als 60%. Am günstigsten Termin waren die Noten metallisch überdeckt, am ungünstigsten war die Bank wenigstens 1907 und 1912 von der gesetzlichen Emissionsgrenze nicht weit entfernt. Dabei waren günstigster und ungünstigster Zeitpunkt nur wenige Jahre — in der letzten Periode nicht einmal vier Jahre — voneinander entfernt.

Das Jahr, das der Wendung der Konjunktur folgt, ist stets das geldflüssigste der neu beginnenden Periode; wenn die Reichsbank an dem leichtesten Termin des Jahres 1902 eine Notendeckung von 102.95% aufwies, so war ungeachtet der Ueberdeckung der Noten darin nicht ein günstiges Symptom zu sehen, im Gegenteil: der Vergleich mit dem analogen Zeitpunkt in der vorangehenden Periode zeigte, daß die Reichsbank in den neuen wirtschaftlichen Abschnitt schwächer eintrat als in den vorhergegangenen; und diese Erwägung mußte für ihre Diskontpolitik entscheidend sein.

Denn die Reichsbank muß ihre Haltung derart einrichten, daß

sie auch den Höchstanforderungen einer Konjunkturperiode gewachsen ist. Um ihre Situation genügend zu würdigen, hatte sie ihren Status im Jahre 1902 jeweils mit jenem der gleichen Termine des Jahres 1895 zu vergleichen; bei den Ausweisen des Jahres 1903 mußte sie die gleichen Tage des Vorjahrs heranziehen, um sich ein Bild über das Fortschreiten der Konjunktur zu schaffen und auch die gleichen Tage des analogen Jahres 1896 heranziehen. Sie konnte also nicht aus einem an sich günstigen Notendeckungsverhältnis etwa in der dritten Maiwoche Konsequenzen im Sinn der Herabsetzung der Bankrate ziehen, sondern mußte sich fragen, ob sich der Status gegenüber der gleichen Vorjahrszeit verschlechtert habe und welche Entwicklung das laufende Jahr mit sich bringen werde. Nicht der momentane Status, sondern die Schätzungen über die voraussichtliche Belastung der Reichsbank im Herbst und zu Jahresende entscheiden für die Festsetzung der deutschen Bankrate.

Aus der zahlreichen Fülle von Belegen für diese Praxis greife ich einige bezeichnende Beispiele heraus.

Seit 1906 wurde dreimal der Diskont auf 6, beziehungsweise 6½% erhöht; die Deckungsverhältnisse der Reichsbank gestalteten sich an den einzelnen Terminen folgendermaßen:

	Deckung der Noten		Deckung aller Verbindlichkeiten	
	gegen Metall	gegen Gold	gegen Metall	gegen Gold
	in Prozenten			
7. Oktober 1906	42	30.5	31.8	23.8
23. Oktober 1907	46.4	34	34.6	25.5
15. November 1912	60.6	44.1	43.4	31.8

Im Jahre 1907 fand die Diskonterhöhung bei günstigerem Status statt als 1906 — allein beim Vergleich war zu berücksichtigen, daß der 23. Oktober stets weniger angespannt ist als der 7., der noch unter dem Einfluß des Quartalsschlusses steht. — Der Status vom 15. November 1912 war ungleich besser als die beiden Ausweise der vorangegangenen Periode, wobei zu beachten ist, daß der 15. November kein leichterer Jahrestermin ist als der 23. Oktober. Die Erhöhung des Diskonts auf 6% war nicht bloß durch den Stand der Devisenkurse, sondern auch durch die Besorgnis vor den Ansprüchen zum Jahresende in jener Kriegszeit hervorgerufen. Die Diskonterhöhung erfolgte auf dieselbe Höhe wie 1906 und 1907, obwohl die Notendeckung über 14% besser war (wobei freilich auch die Veränderung infolge der Mehrausgabe kleiner Noten zu berücksichtigen war).

Deutlicher als dieses Beispiel ist der Vergleich der Ausweise, die zu einer Herabsetzung der Rate von 6 auf 5½% Veranlassung gaben:

	Deckung der Noten gegen Metall	Deckung der Noten gegen Gold	Deckung aller Verbindlichkeiten gegen Metall
	in Prozenten		
8. Mai 1899	77.1	53.9	53.8
27. Januar 1900	75.4	52.7	50.8
28. Oktober 1907	46.4	34.0	34.6
26. April 1908	66.7	49.9	47.0
23. Oktober 1913	72.5	62.5	56.0

Entscheidende Devisenkurse.

	Devise London [1]	Paris [1]	Amsterdam	New York
8. Mai 1899	20.43	81.10	168.45	418.50
27. Januar 1900	20.47	81.35	169.70	420.25
28. Oktober 1907	20.49	81.65	170	422.50
26. April 1908	20.42	81.35	168.75	418.75
23. Oktober 1913	20.47	81.02	168.70	421.50

Ein Blick auf diese Uebersicht zeigt, wie sehr verschiedene Deckungsverhältnisse zur gleichen Maßnahme Veranlassung gegeben haben. Besonders instruktiv ist ein Vergleich der Ausweise von 1907 und 1913, die beide um dieselbe Jahreszeit stattfanden: Oktober 1907 wurde bei 46% Metalldeckung (wie sich später zeigte, voreilig) die Rate auf 5½% herabgesetzt, Oktober 1913 erst bei 72½%! —

Ein drittes Beispiel: Von November 1912 bis Oktober 1913 verharrte die Reichsbank bei einem Diskont von 6%; die Notendeckung schwankte in der Zwischenzeit zwischen 42% (am 31. Dezember 1912) und 85% (am 23. August 1913)!

Wie durch diese Beispiele wohl zur Genüge erwiesen ist, ist für die Entschließungen der Reichsbank der Augenblicksstatus allein nicht entscheidend, sondern die Abschätzung des erwarteten Höchstbedarfs. —

Die Bank von England ist nur zur Ausgabe von 17.2 Millionen Pfund ungedeckter Noten berechtigt; bei der dadurch dem Notenumlauf gezogenen engen Grenze ist für die Bank die Frage von entscheidender Bedeutung, wie die Quantität von Noten, die sie noch ausgeben darf (die „Notenreserve" nach englischem Begriff) sich zu den Depositen verhält; die Schwankungen des Goldbestandes und der öffentlichen Depositen verändern das Prozentualverhältnis an den einzelnen Ausweistagen in einer gleichförmigen, auch durch die Konjunkturvariatio-

1) Für 1913 Scheckkurse.

nen überraschend wenig beeinflußten Weise. So schwankte zum Beispiel die Deckung der Verbindlichkeiten durch die Notenreserve im Depressionsjahr 1902 zwischen 28 und 54³/₈, im Jahr der stärksten Geldanspannung, 1907, zwischen 33½ und 51¾%. Im Verhältnis zur Jahreszeit ungewöhnlich starke Goldabflüsse oder die Erwartung von Goldentziehungen sind für die Diskonterhöhung entscheidend. Die Bank führt fortlaufende Uebersichten über den Aufenthaltsort der nach Europa segelnden goldführenden Schiffe und sorgsam ausgearbeitete Schätzungen des zu erwartenden Goldbedarfs der wichtigsten Länder. Bei der Gleichmäßigkeit des Notenumlaufs und der privaten Depositen, bei dem regelmäßigen Ein- und Abströmen der öffentlichen Guthaben ist die Schwankung des Metallbestandes in erster und fast einziger Linie für ihre Diskontpolitik der Bank entscheidend. Da sich die Goldbewegungen aber nicht für längere Zeit voraussehen lassen, kann die Bank von England nicht eine Diskontpolitik auf lange Sicht treiben, sondern nur die Ereignisse der nächsten Wochen in ihr Kalkül einbeziehen. Sie war immerhin im letzten Jahrzehnt mit einigem Erfolg bemüht auch das Maß der Goldansprüche, das an sie in den nächsten Monaten herantreten mochte, aus der Beobachtung der Konjunktur in den größeren Wirtschaftsreichen abzuschätzen, wobei ihre Arbeit freilich weit weniger zuverlässig sein konnte als jene der Kontinentalbanken, die nach der Lage in ihrem Wirkungsgebiet in erster Linie ihre Diskontpolitik einrichten müssen, während die Bank von England auswärtige Entwicklungen beobachten muß. Sie hat aber doch stärkere Beständigkeit ihres Diskonts erreicht als in den Sturmzeiten der Gründerjahre.

Die Epoche, in der wir uns seit 1895 befinden, zeigt zu jener der fünfziger und sechziger Jahre eine starke Analogie; aber die Zahl der Diskontveränderungen ist bei den führenden Banken geringer geworden; das beweist die folgende Uebersicht:

Zahl der Diskontänderungen	1858—65	1866—73	1895—1900	1901—07	1908—12
Bank von England	81	84	27	30	29
Reichsbank (bzw. Preuß. Bank)	19	24	16	13	17
Bank von Frankreich	43	19	8	2	6

In den Jahren des Konjunkturhöhepunktes schwankten die Raten

	der Bank von England	Bank von Frankreich
1857	10—5.5%	9—5%
1864	9—6%	8—4.5%
1873	9—3%	7—5%

	der Bank von England	Bank von Frankreich	Reichsbank
1900	5—3%	4.5—3%	7—5%
1907	7—4%	4—3%	7.5—5.5%
1912	5—3%	4—3.5%	6—4.5%

In dem Streben nach gleichmäßigem Diskont ist unter den drei großen Instituten die Bank von Frankreich am erfolgreichsten gewesen, die freilich infolge der in den meisten Jahren günstigen Zahlungsbilanz des Landes und der Art des Geldverkehrs in Frankreich die leichteste Aufgabe hatte. Die Reichsbank und die Bank von England vermochten, wenn sie auch nach der Struktur ihres Wirkungsgebiets und ihrer finanziellen Organisation die Stabilität der französischen Rate nicht erreichen konnten, doch allzu jähe Erschütterungen zu vermeiden. Es sind im letzten Jahrzehnt gegen die Politik der Bank von England und der Reichsbank heftige Klagen erhoben worden. Aber man darf nicht übersehen, daß in den letzten drei Konjunkturperioden die Höchstrate in England 7½, in Deutschland 7% betrug, die jüngste durch den Balkankrieg verschärfte Periode einen Höchstsatz von nur 5% zeitigte. In dem noch ziemlich angespannten Jahr 1913 hat die Bank von England und die Reichsbank nur zweimal den Diskont geändert. In einer ganzen Konjunkturperiode der Gegenwart wird die Rate nicht viel häufiger gewechselt als in dem einzigen Jahre 1873.

Den Anfangszeiten der Notenbank, in welchen die Wissenschaft das Ideal in einem niedrigen Zins erblickte, folgte die Aera der staatlichen Reglementierung, des Mißtrauens gegen die Notenbank. Die herrschende englische Anschauung, die die Bankgesetzgebungen bestimmte, war aus einer Kritik laxer Zinspolitik in Krisenzeiten entstanden. Niedriger Zins, so dachte man, reizt die Spekulation an, treibt die Preise in die Höhe, verschlechtert dadurch die Handelsbilanz, führt zu starker Einwanderung auswärtiger Emissionen und verschlechtert so einen andern bedeutsamen Posten der Zahlungsbilanz. Die Notenbank aber hat im Interesse ihres Gewinns das Bestreben ihre Emission möglichst zu erweitern. Daraus entsprangen die Beschränkungen der Notenausgabe, die in der Peelschen Bankakte und in abgeschwächter Form in der Notensteuer, welche der Reichsbank und Oesterreichisch-Ungarischen Bank bei Ueberschreitung eines Kontingents metallisch ungedeckter Noten auferlegt ist, ihren Ausdruck fanden. Eine Begriffsbestimmung des „niedrigen Zinses" wurde nie gegeben — sie schien auch nicht nötig zu sein. Es galt als Dogma, daß dem Goldabfluß nur durch Diskonterhöhung zu steuern sei und die Notenbank möglichst automatische Kon-

statierungsarbeit zu leisten habe, ohne sich durch sonstige wirtschaftspolitische Erwägungen abhalten zu lassen. Der Bankier Lloyd, der geistige Vater der Peelsakte, wurde in der Enquête von 1840 gefragt, ob er je darüber nachgedacht habe, wie die Wirkungen auf die arbeitenden Klassen wären, wenn die Löhne mit den Wechselkursen schwankten oder welche Gefühle der internationale Handel gegen die Notenbank haben müsse, wenn die Vorräte infolge der Diskontänderungen raschem Preiswechsel unterworfen wären. Er verneinte kühl die Frage; das Nachdenken hierüber würde zu keinem Nutzen führen. (Report from the select committee on banks of issue, 3043).

Man stelle dieser Ansicht, die auch für die kontinentalen Notenbanken Jahrzehnte hindurch maßgebend war, Aeußerungen aus unseren Tagen entgegen, um den Wandel voll zu ermessen. „In der Diskontpolitik kommt es darauf an, die Preisschwankungen des Leihgeldes in engen Grenzen zu halten, damit der Landwirt, Handwerker und Geschäftsmann nicht gezwungen wird ruinöse Zinsen zu zahlen, weil es den amerikanischen Börseanern gefallen hat sich gigantischen Spekulationen auszuliefern." (Ansiaux, Principes de la politique régulatrice des changes, 1910, S. 122). Der teleologische, wirtschaftspolitische Gesichtspunkt ist hier in den Vordergrund gerückt. Der Lehre: Schwankende Bankrate, Anpassung an die Weltmarktlage tritt die Forderung nach gleichmäßigem Diskont womöglich unter Sicherung vor internationalen Einwirkungen gegenüber. Während ein halbes Jahrhundert vorher die Kritik Chevaliers, daß die englische Lehre von der Diskontpolitik ein Loblied auf die Zwangsliquidation sei, welche doch für ein Land unmöglich von Nutzen sein könnte, in der Wissenschaft allein geblieben war, hat sich in der letzten Generation die Forderung stabilen Diskonts immer mehr durchgesetzt. Untersuchen wir die Mittel, durch welche die Notenbanken dieser Forderung entgegenzukommen suchten. Man pflegt sie in neuester Zeit, namentlich seit der deutschen Bankenquête, als Mittel der Diskontpolitik zu bezeichnen — mit Unrecht; es sind Mittel, welche die Diskontpolitik entbehrlich machen sollen.

Die Mittel zur Sicherung stabilen Diskonts.

Der Merkantilismus hatte ein System von Maßnahmen zur Begünstigung der Metalleinfuhr und zum Schutz gegen Metallausfuhr ausgebildet. Unter den Angriffen von Smith und den Vorkämpfern der Quantitätslehre wurde das System aus der Wissenschaft verbannt, aber in der Praxis der kontinentalen Notenbanken, die bis

zur Mitte des vorigen Jahrhunderts im Merkantilismus gearbeitet hatten blieb mancher Ueberrest aus jenen Tagen erhalten.

Die zu diesem Zweck von der modernen Bankpraxis angewendeten Mittel lassen sich in zwei Gruppen scheiden: Maßnahmen zur Herbeiführung der zeitlichen Ausgleichung zwischen den Zeitpunkten günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz und Maßnahmen zur Einwirkung auf wirtschaftliche Transaktionen, welche die Zahlungsbilanz beeinflussen.

25. Maßnahmen zur Herbeiführung der zeitlichen Ausgleichung zwischen Zeitpunkten günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz.

Im Sinn der zeitlichen Ausgleichung zwischen den Momenten günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz wirkt der große Apparat des internationalen Ueberweisungsverkehrs: Der stark ausgebildete Verkehr zwischen den Kreditbanken verschiedener Reiche (den „Korrespondenten"), der Postanweisungs- und Postscheckdienst gleichen umsomehr Forderungen und Gegenforderungen aus, je länger der Zeitraum bis zur Abrechnung lauft und je mehr der schuldenden Organisation gestattet ist dem Gläubigerland durch Scheck auf ein drittes Reich zu zahlen, gegen welches die Anstalt einen Kreditsaldo besitzt. Die Notenbanken selbst haben bisher zur Ausgestaltung dieses Verkehrs nichts beigetragen, wenn wir von dem Giroübereinkommen zwischen den Zentralbanken der drei skandinavischen Staaten absehen. Die Furcht, daß ein auswärtiger Staat durch einen derartigen Giroverkehr Einfluß auf den Goldbestand der Notenbank gewinnen und sie in kritischen Tagen schwächen könnte, hat bisher die von Julius Wolf und dem mitteleuropäischen Wirtschaftsverein angeregte Giroverbindung zwischen den Notenbanken nicht zur Wirklichkeit werden lassen, und auch die Vorschläge zur Errichtung internationaler Abrechnungsstellen sind noch nicht zur ernsthaften Diskussion vorgeschritten.

Ersparnis der Goldsendungen durch Ueberbrückung des Zeitraums zwischen der Entstehung der Forderung des Auslandes und der Gegenforderung auf das Ausland ermöglicht der internationale Kreditverkehr; ein Land hat zum Beispiel an ein anderes in einem Monat mehr Waren geliefert als von diesem bezogen und einen Teil der Sendungen dreimonatlich kreditiert; wenn nun das Schuldnerland zur Zeit der Fälligkeit der Kredite fällige Gegenforderungen — zum Beispiel aus Mehrlieferungen von Waren, die kurzfristig bezahlt werden, aus einer im Gläubigerland untergebrachten Anleihe u. dgl. — besitzt, so können Goldsendungen von Land zu Land unterbleiben. Würde zum Beispiel

der Mehrimport an Waren, der nach Oesterreich geliefert wird, bis zu Weihnachten, dem Termin der Geldsendungen der Auswanderer und bis zum Sommer, der starken Reisezeit kreditiert werden, so könnte die Goldbewegung von und nach Oesterreich erheblich eingeschränkt werden. Bei der Vielfältigkeit der internationalen Verkehrsbeziehungen ist die Kreditierung bis zum Zeitpunkt der Fälligkeit von Gegenforderungen schwer erreichbar, da ein anderes Mitglied der Volkswirtschaft die Zahlung zu leisten und ein anderes sie zu fordern hat. Der österreichische Baumwollspinner kann dem amerikanischen Händler die Bezahlung der Baumwolle nicht aus dem Grunde bis Weihnachten schuldig bleiben, weil dann die österreichischen Auswanderer Geld in die Heimat zurücksenden und dadurch eine Kompensation — selbstredend soweit sich die Beträge decken — geschaffen werden könnte. Das weit überwiegende Vorherrschen des Bankakzepts gegenüber dem Warenwechsel und die Konzentration der Zahlungen bei immer weniger und immer größeren Instituten hat aber im internationalen Verkehr eine starke Tendenz zur Durchführung des zeitlichen Ausgleichsprozesses erzeugt. Namentlich in jenen Reichen, welche einige große Saisonprodukte ausführen, stellen die Finanzwechsel der Banken, die in den der Saison vorangehenden Monaten auf das Ausland gezogen werden, einen Haupttyp volkswirtschaftlicher Ausgleichung der zeitlichen Schwankungen der Zahlungsbilanz durch die Kreditbanken dar.

Der Auslandswechsel (Devise) ermöglicht in jedem Moment seiner Laufzeit Zahlung an das Ausland durch Diskontierung im Reich des Akzeptanten. Die alte Streitfrage, ob der Wechsel Zahlungsmittel sei, ist für den heimischen Verkehr aus bekannten Gründen zu verneinen; im Verkehr von Land zu Land aber ist der Warenwechsel (nicht die Finanztratte) als Zahlungsmittel anzusehen, zumal der Regreß bei Devisen außerordentlich selten zur Anwendung kommt. Die Kreditbanken und die Devisen-Brokers pflegen größere Devisenbestände in Zeiten niedriger Kurse — wenn das Angebot an Auslandswechseln die Nachfrage übersteigt — anzukaufen, um sie bei höheren Kursen wieder abzustoßen. Wenn sich die Verhältnisse ihren Erwartungen entsprechend gestalten, wirken sie durch die Devisenspekulation zeitlich ausgleichend.

Die Kreditbanken und Brokers erwerben Devisen in spekulativer Absicht: sie kaufen nur, wenn sie Kurssteigerung erwarten; die neuere Praxis der Notenbanken im Devisengeschäft geht nicht allein von Gewinnrücksichten aus. Bei der starken Bedeutung, welche die Litera-

tur der letzten Jahre diesem Zweig der Betätigung der Notenbank beimißt, scheint mir eine kurze historische Skizze über die Entstehung desselben angebracht zu sein.

Devisenpolitik. In Schottland pflegten die beiden chartered banks die Devisenpolitik schon seit dem 18. Jahrhundert. „Sie sammelten so viel Fonds als sie nach London bringen konnten, und dadurch, daß sie allmählich zu ½ oder 1% niedriger als die andern auf London zogen, brachten sie den Wechselkurs (zwischen Schottland und England) auf den Paristand, auf welchem er immer geblieben ist, unbeeinflußt durch den Zusammenbruch der Bank von Ayr, die Krediterschütterung durch die französische Revolution und sogar die Bankrestriktion von 1797 — und dies alles, obwohl die Zahlungsbilanz zwischen England und Schottland bald gegen das eine, bald gegen das andere Land gerichtet war." Die irische Bankenquête von 1804, der diese Ausführungen entnommen sind, schlug im Anschluß an die schottischen Erfahrungen der Bank von Irland die Ansammlung von Fonds in London und die Ausgabe von Wechseln auf London vor, was die Bank auch getan hat (in jenen Tagen war zwischen England und Irland noch nicht Währungseinheit). In der englischen Bankenquête von 1832 und noch intensiver in jener von 1840 wurde ein ähnliches Vorgehen dem Ausland gegenüber der Bank von England empfohlen. Der Vorkämpfer dieser Bestrebungen war Gilbart. „Ich bin nicht der Ansicht", meinte er, „daß die Bank von England bei günstigen Wechselkursen ihre Zirkulation ausdehnen, dadurch die Preise steigern, die Spekulation anstacheln, das Kapital in auswärtige Anlagen treiben und dann, wenn die Wirkung dieses Vorgehens sich einstellt, die Währung zusammenziehen soll. Die Bank kann einem ungünstigen Wechselkurs zu allen Zeiten durch andere Mittel als der Zusammenziehung der Währung begegnen." (Report, Band 2, 1240.) Hier ist die Devisenpolitik als Mittel gleichmäßigen Diskonts vorgeschlagen. Aber bei dem damaligen Stand der Auslandswährungen fand diese Anregung kein Entgegenkommen und bei dieser Haltung verharrt die Bank von England bis in die Gegenwart auch neueren Vorschlägen gegenüber, zum Beispiel jenen Montagus in der Preisenquête der achtziger Jahre. Dagegen ist unter dem Einfluß der älteren Bankenquêten im Verkehr mit Indien das System der Council bills schon seit den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts ausgebildet worden. Die indische Regierung, die in London große Beträge für Schuldzinsen zu zahlen hat, verkauft den englischen Händlern, die für Warenbezüge aus Indien Zahlungsmittel suchen, Wechsel und telegraphische Anweisungen auf die Re-

gierung in Bombay, Madras und Kalkutta. Die Bank von England besorgt den Verkauf der Wechsel und Anweisungen kommissionsweise und veröffentlicht die Quantitäten der angebotenen Wechsel und die Tiefstsätze. Für die Währungsreform haben die Council bills eine große Bedeutung gehabt — es zeigten sich damals besonders auch die Grenzen der Wirksamkeit dieser Maßnahmen. —

Ueber Anregung Bischoffsheims wurde die Devisenpolitik in den Wirkungskreis der belgischen Nationalbank bei ihrer Gründung (1852) aufgenommen: die Bank sollte die Gelder, die ihr aus der Kassenführung für den Staat zuflossen, in Auslandswechseln anlegen. Sie hatte seither sich im Devisengeschäft rege betätigt: durch die Verwendung der staatlichen Gelder ist aber ihre Kaufkraft auf dem Devisenmarkt wesentlich vom Ab- und Zuströmen dieser Guthaben abhängig, so daß ihr wirksame Devisenpolitik nur möglich war, wenn sie im Bedarfsfall auch ihre privaten Guthaben zur Anlage in Auslandswechseln in starkem Maß heranzog. Die Einführung des Devisenkaufs geschah in Belgien im Interesse eines stabilen Diskonts: in Zeiten der Geldflüssigkeit sollten die Mittel der Bank in das Ausland abgelenkt und so übermäßig niedriger Zins vermieden werden.

In der französischen Enquête der sechziger Jahre wurde von der Direktion des Comptoir d'Escompte und andern Experten die Aufnahme der Devisenpolitik lebhaft angeregt, doch ohne Erfolg für die Praxis der Bank von Frankreich. Eine Frucht dieser Anregungen war aber der Verkauf von Regierungswechseln in den französischen Kolonien in Afrika in analoger Weise wie es bei den indischen Council bills der Fall war. Weit günstigeren Boden fanden aber die Anregungen der Enquête bei der österreichisch-ungarischen Bank, und die Beachtung, welche die systematische Pflege des Geschäftszweigs durch diese Bank in der Literatur, vornehmlich bei Knapp, gefunden hat, hat zur starken Aufnahme des Devisenkaufs durch die Reichsbank (vornehmlich seit 1908) und die neue Schweizer Nationalbank geführt. Mit Ausnahme der Bank von Frankreich pflegen derzeit alle größeren kontinentalen Notenbanken das Devisengeschäft.

Ueber die Bedeutung dieses Geschäftszweigs sind in neuerer Zeit stark übertriebene Urteile in der deutschen Literatur verbreitet worden. Man wird jedoch gut daran tun die Wirkung der Pflege des Devisengeschäfts durch die Notenbanken nicht zu überschätzen und die Grenzen der Wirksamkeit dieser Maßnahmen zu beachten.

Vorweg muß man den Verkauf von Regierungswechseln durch die indische oder algerische Regierung von der Pflege der Devisenpolitik

durch die kontinentalen Banken unterscheiden. Die indische Regierung schafft Wechsel; es ist ein ungewöhnlicher Vorgang, Rentenkupons gewissermaßen zu diskontieren. Die Ausgabe von Regierungswechsel und Kabelanweisungen bedeutet eine zeitliche Verteilung der Kuponzahlungen — diese günstige Post der Zahlungsbilanz wird nicht an einem oder vier Terminen des Jahres geleistet, sondern in Teilen an Tagen passiver Zahlungsbilanz. Eine derartige planmäßige zeitliche Verteilung geschuldeter Leistungen ist aber nur bei jenen Posten der Zahlungsbilanz möglich, die von einem Organ zu regeln sind — wie eben die Zinsen der Staatsschuld in Indien — nicht bei den Posten der Handelsbilanz.

Die kontinentalen Notenbanken aber schaffen nicht Wechsel — sie kaufen lediglich vorhandene Wechsel an. Da vor dem Eintreten der Notenbanken der Devisenhandel schon börsemäßig organisiert war, ist hiedurch nicht eine Konzentrierung des Verkehrs geschaffen worden. Der Unterschied der Tätigkeit der Notenbanken auf diesem Gebiet gegenüber jener der Kreditbanken liegt in zweifacher Richtung: sie können Devisen auch in geldknappen Zeiten erwerben, wenn die Kreditbanken sich für Devisenkauf weniger interessieren wollen oder können, und sie haben bei Devisenabgaben nur Interesse an günstigem Wechselkurs, während die andern Banken nicht immer das gleiche Interesse haben. In Reichen mit relativ geringem ausländischen Wechselmaterial wie Oesterreich vermochte die Notenbank eine beherrschende Stellung auf dem Devisenmarkt zu gewinnen, die Reichsbank dagegen teilt sich mit zahlreichen starken Konkurrenten in den Devisenhandel. Bei der großen Vielfältigkeit der Posten der Zahlungsbilanz und der Schwierigkeit sie quantitativ abzuschätzen scheint mir die Tätigkeit einer Mehrheit von denkenden Köpfen dem Wirken eines einzigen, die regulierende Einflußnahme dem Monopol vorzuziehen. Man konnte gerade in neuerer Zeit in Oesterreich die Erfahrung machen, wie sehr das glatte Funktionieren der Devisenpolitik bei überragendem Einfluß der Notenbank von Fähigkeit oder Unfähigkeit eines einzigen Disponenten abhängt. Die dadurch geschaffene Verantwortung ist um so bedeutender, als die Konzentration des Devisengeschäfts bei der Notenbank eine Verschärfung des Einreservesystems, zumal in Ländern ohne Goldumlauf, herbeiführt. Nicht England oder Deutschland mit ihrer starken Goldzirkulation und den großen, im freien Verkehr befindlichen Devisenbeständen, sondern Oesterreich-Ungarn und Italien mit der Vereinigung fast aller ausländischen Zahlungsmittel bei der Notenbank haben das Einreservesystem am schärfsten ausgebildet.

In neuester Zeit wurde mehrfach die (seinerzeit auch von Gilbart ausgesprochene) Ansicht vertreten, daß die Devisenpolitik in der Gegenwart an die Stelle der Diskontpolitik trete. Das bedeutet eine starke Ueberschätzung ihrer Leistungsfähigkeit. Die Notenbank mag im Juli einen größeren Bestand von Devisen sich sichern, dadurch den Wechselkurs weniger günstig gestalten als es sonst der Fall wäre und im September dann diese Devisen abgeben und den Wechselkurs in die Höhe treiben; sie kann so zwischen Monaten günstiger und Monaten ungünstiger Zahlungsbilanz einen Ausgleich schaffen, wenn der Aktivsaldo des einen und der Passivsaldo des andern sich die Wage halten: aber nur dann. Wenn ein Monat ein sehr hohes Passivsaldo der Zahlungsbilanz bringt — zum Beispiel bei rascher Entziehung auswärtiger Guthaben — dann mag der Devisenvorrat nicht ausreichen; ebenso versagt die Devisenpolitik, wenn ungünstige Zahlungsbilanz mehrere Monate hindurch andauert. In solchen Zeiten ist die Tätigkeit der Notenbank auf den Erwerb der im Inland befindlichen Devisen beschränkt, Erwerb von Devisen im Ausland kommt nicht in Betracht. Die Bedeutung der Devisenpolitik liegt in der Ausgleichung der Schwankungen der Zahlungsbilanz in den einzelnen Monaten — in abnormalen Zeiten, namentlich im Krieg und bei dauernd ungünstiger Zahlungsbilanz muß sie notwendigerweise versagen.

Auslandsguthaben. Gleich der Devisenpolitik dient die Anlage von Auslandsguthaben dem Ausgleich zwischen den Zeitpunkten günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz. Rußland, Japan und Italien haben in besonders starkem Maß solche Guthaben unterhalten; sie waren entweder aus auswärtigen Anleihen entstanden — wie der größte Teil der russischen und japanischen Guthaben — oder durch Konzentrierung der vom Ausland geschuldeten Zahlungen unter Belassung im Schuldnerstaat — wie die italienischen Guthaben. Rußland und Japan haben erhebliche Beträge für den Kupondienst der Anleihen zu leisten und beschafften sich die dazu erforderlichen Mittel in fremder Währung, indem sie einen Teil des Anleiheerlöses im Ausland stehen ließen. Die italienische Praxis stellt einen weit vorgeschritteneren Typ dar: die italienischen Notenbanken haben eine vorzügliche Auslandsorganisation eingerichtet. Die in der Fremde arbeitenden Italiener pflegen jene Geldbeträge, die sie in die Heimat senden wollen, an die mit dem Vaglia-Verkehr betrauten Auslandsbanken abzuliefern und die Notenbanken lassen von den so entstehenden Guthaben jene Quote im Ausland stehen, welche Italien zur Bezahlung von Passivposten der Zahlungsbilanz (namentlich für Warenimport) benötigt.

Von den sonstigen Auslandsgeldern, die in regulärer Bewegung zwischen den Geldmärkten wandern, unterscheiden sich diese Guthaben grundwesentlich durch ein Moment: nicht der stärkere Geldmarkt stellt dem schwächeren Leihgeld zur Verfügung, sondern regulär ist gerade im verleihenden Land der Zins höher: Japan hat fast immer höheren Bankdiskont als London, Petersburg höheren als Paris und Berlin. Die Gelder arbeiten nicht im Ausland des höheren Ertrags willen, sondern ungeachtet des niedrigeren Ertrags; es wird bewußt ein Zinsopfer gebracht. Dadurch unterscheidet sich die Bewegung dieser Gelder von jener der andern auswärtigen Guthaben: Diskontermäßigung stößt sie nur unter bestimmten Voraussetzungen und in begrenzter Menge in andere ausländische Staaten (nicht in das Heimatland) ab Diskonterhöhung vermag ihren Zufluß nur ausnahmsweise zu steigern ihren Abfluß nur ausnahmsweise zu verhindern. Soweit die Gelder nicht für die nächste Kuponzahlung benötigt werden, ist ihr Zu- und Abfluß von politischen und budgetären Erwägungen bestimmt; es wird durch die Schwierigkeit der Beurteilung der Bewegungen und die Größe dieser von einem Punkt zu lenkenden Guthaben in die großen europäischen Geldmärkte ein Zug der Unsicherheit gebracht und den Schuldnerstaaten die Möglichkeit zur Beeinflussung des Geldmarkts der Gläubigerstaaten gegeben.

Die auswärtigen Guthaben vermögen günstige und ungünstige Zahlungsbilanz auf längere Zeit auszugleichen als die Devisenpolitik. Die Devisenpolitik erweist sich nur als wirksam, wenn Monate günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz einander rasch folgen, während die Politik der Haltung von Auslandsguthaben einen weit längeren Zeitraum überbrücken kann. Die Schaffung von Auslandsguthaben durch eine Anleihe vermag den Ausgleich für eine sonst ungünstige Zahlungsbilanz auch durch mehrere Jahre zu schaffen und über die Notwendigkeit einer Diskonterhöhung hinwegzutäuschen. Rußland bietet hiefür in der Gegenwart den deutlichsten Beweis.

Devisenpolitik und Auslandsguthaben arbeiten in umgekehrter Richtung wie die Diskontpolitik: sie stellen dem Ausland kurzfristige Mittel zur Verfügung, während die Diskontpolitik Krediterlangung vom Ausland bezweckt; sie verzichten auf eine mögliche Herabsetzung des inländischen Geldmarktzinses, die bei Verwendung aller verfügbaren Gelder der Volkswirtschaft eintreten würde, um dadurch für den Bedarfsfall Forderungen an das Ausland zu besitzen. —

Der Kauf von auswärtigen Effekten, der den Notenbanken in diesem Zusammenhang von verschiedenen Seiten nahegelegt wurde,

hat sich — wegen der dabei möglichen Kursverluste — in die Praxis der Noteninstitute nicht einbürgern können. —

Die Erfahrungen des gegenwärtigen Kriegs scheinen geeignet, der Ausbreitung der Devisenpolitik und Vermehrung von Auslandsguthaben Grenzen zu setzen. Aller wirtschaftlichen Einsicht zum Trotz hat England an seinem alten Grundsatz, Forderungen von Bürgern kriegführender Mächte die Eintreibbarkeit zu versagen, festgehalten, wodurch in Zukunft die Stellung Londons als des Platzes, an welchem mit Vorliebe Guthaben unterhalten wurden, gefährdet wird. Es hat sich klar gezeigt, daß auch die liquidesten internationalen Forderungen in ihrer Stellung als prompte Zahlmittel vom Gutdünken des Schuldnerstaates abhängig sind und daß sie gerade in den kritischesten Tagen Goldbesitz zu vertreten nicht vermögen.

26. Einwirkung auf Geschäfte, welche die Zahlungsbilanz beeinflussen.

Ueber den zeitlichen Ausgleich zwischen günstigen und ungünstigen Momenten hinaus wirken jene Maßnahmen, die Geschäfte zu begünstigen oder verhindern suchen, welche auf die Zahlungsbilanz Einfluß haben. Aus den Tagen des Merkantilismus ist in die Gegenwart die Erschwerung der Arbitrageoperationen herübergekommen; man läßt zwar heute nicht mehr wie ehedem die Goldexporteure schwören, daß sie nicht Arbitrageoperationen gemacht haben, sucht aber diese Tätigkeit möglichst zu verhindern. Die Abgabe abgenützter Goldmünzen und die Verweigerung der Goldeinlösung der Noten außerhalb der Zentrale der Bank gehören zur Praxis aller Notenbanken; die Bank von Frankreich weigert sich in Marseille, die Reichsbank in Hamburg Gold an die Arbitrage zu geben.

Die Bank von Frankreich hat bis in die neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts und neuerdings wieder seit 1912 in Zeiten drohenden Goldabflusses die gesetzliche Ermächtigung, nach ihrer Wahl in Gold oder in silbernen 5-Frankenstücken zu zahlen, in der Weise angewendet, daß sie Goldbarren nur gegen eine Prämie abgab, die zeitweise bis zu einem Prozent anstieg. Die Leitung der Bank von Frankreich behauptet — im Widerspruch zu vielen Stimmen aus der Praxis — daß sie diese Maßnahme nur gegen die Arbitrageure angewendet, dagegen beim erbrachten Nachweis von Verpflichtungen dem Ausland gegenüber davon Abstand genommen habe. Die Arbitrageure können infolge des Schwankens der Prämie mit dem Notenbankgold nicht kalkulieren und müssen das benötigte Metall sich aus der Zirkulation beschaffen,

was nicht immer mit jener Schnelligkeit geschehen kann, die für die Arbitrage notwendig ist. In der Diskussion über die Frage der Prämienpolitik zwischen Landesberger auf der einen, Heiligenstadt und Raffalovich auf der andern Seite hoben die beiden letztgenannten als schädliche Wirkung des Prämiensystems die Verschlechterung des Zirkulationsgoldes hervor, da die Arbitrage die noch nicht abgenützten Münzen aus dem Verkehr herauszuziehen bemüht sei. Ich würde indes diesem Einwand kein großes Gewicht beilegen, da der Verlust, um welchen es sich auch bei großen Goldentziehungen durch diese Praxis handeln kann, für die Volkswirtschaft dem absoluten Betrag nach geringfügig ist. Bedenklicher ist die andere Konsequenz, daß die französische Währung im internationalen Verkehr nicht als freie Goldwährung angesehen wird und demgemäß sich die französische Valuta nur schwer an ausländischen Plätzen einbürgern könne. Indes scheint dieses Moment nicht auf die Prämienpolitik allein, sondern auch auf andere administrative Schwierigkeiten zurückzugehen, welche die Bank von Frankreich der Goldhergabe bereitet, denn auch in den fünfzehn Jahren der Sistierung der Prämienpolitik hat die Devise Paris auf dem Weltmarkt nie großen Verkehr bekommen können, weil in der City immer wieder behauptet wurde, daß Frankreich doch Arbitragegold nicht abgebe. Die Diskreditierung der Währung im internationalen Verkehr läßt die Prämienpolitik für Reiche mit starkem Auslandshandel oder bedeutender auswärtiger Verschuldung als ungeeignete Maßnahme erscheinen, während sie für andere Länder wohl anwendbar sein mag.

In Rußland übt die Staatsbank auf die Kreditbanken einen starken Druck aus Arbitrageoperationen zu unterlassen und Gold für Arbitragezwecke nicht herzugeben. Auch die deutschen Kreditbanken haben in kritischen Zeiten, namentlich 1907, die Hergabe von Arbitragegold, wie es hieß aus Furcht vor der Reichsbank, verweigert, die Reichsbank hat aber dieses Vorgehen scharf mißbilligt, mit vollem Recht, da die mühsam errungene Konkurrenzfähigkeit der deutschen Devise im Ausland durch Verweigerung der freien Goldhergabe gefährdet wird. In Reichen des Zwangskurses wie Oesterreich-Ungarn und Italien verweigern die Notenbanken bei stärkerem Goldbedarf offen die Hergabe von Arbitragegold, und da dort Ersatz aus dem Verkehr nicht zu schaffen ist, ist ein Ueberschreiten des Goldpunktes ohne Goldausfuhr möglich, wie dies sich auch in der letzten Konjunkturperiode in beiden Reichen, vornehmlich in Italien gezeigt hat. Neuere österreichische Autoren haben die Beibehaltung des Zwangskurses mit der dadurch für die Notenbank gebotenen Möglichkeit der Abwehr von Arbitrage-

ansprüchen gerechtfertigt. Aber es fehlt jede Abwägung, ob der dadurch erreichte Vorteil die Schwierigkeiten bei Einbürgerung der Valuta auf ausländischen Plätzen und bei Begebung von Anleihen im Ausland überwiegt.

Zu diesen von den Notenbanken angewandten monetären treten in neuerer Zeit wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Beeinflussung der Zahlungsbilanz. Das alte Merkantilsystem hat sich in seiner Wirtschaftspolitik von diesem Gesichtspunkt leiten lassen, aber erst in neuerer Zeit spielen in der Handelspolitik ähnliche Erwägungen eine Rolle. Bei der Regelung des Auswandererverkehrs in Italien, der Begünstigung der heimischen Schiffahrt und der Förderung des Fremdenverkehrs in vielen Kontinentalstaaten üben Rücksichten auf die Zahlungsbilanz eine stets wachsende Wirkung. Vor allem aber wird die Frage der Uebernahme auswärtiger Anleihen immer mehr unter diesen Gesichtspunkt eingestellt und der Reichsbankpräsident hat 1912 in einem offenen Brief an den Reichskanzler unter Hinweis auf die schwere Situation des Geldmarkts die beabsichtigte Einführung eines amerikanischen Wertpapiers kritisiert. Regierung und Zulassungsstelle lassen sich in Deutschland in neuerer Zeit von dem Grundsatz leiten, in Zeiten drohender Geldverknappung den Markt für auswärtige Anleihen einzuschränken, eine planmäßige Regelung im Sinn des alten Merkantilsystems. Indes ist dieses Vorgehen allenfalls als Notmaßregel am Platze, wird aber sonst der Bedeutung der auswärtigen Kapitalanlagen für die Zahlungsbilanz nicht gerecht. Die tiefer schürfenden englischen Krisenuntersuchungen der dreißiger und die französischen Forschungen der sechziger Jahre des vorigen Jahrhunderts haben im letzten Jahrzehnt wieder Bestätigung gefunden: in Zeiten niedrigen Geldmarktzinses wandern vom Geldmarkt Kapitalien in hochverzinsliche auswärtige Kapitalanlagen in ungewöhnlich starkem Maß ab; die Valuta dieser Anlagen fließt nicht sofort ins Ausland, sondern bleibt meist bei den Banken des Gläubigerlands eine bestimmte Zeit als Guthaben stehen; dadurch entsteht eine erhebliche Schuld an das Ausland, die im vorgeschrittenen Stadium der Konjunktur fällig zu werden und die Zahlungsbilanz in einem für die Wirtschaft des Gläubigerlandes ungünstigeren Zeitpunkt zu verschlechtern tendiert. Dem Sinn des Grundgedankens der Diskontpolitik der Gegenwart, die Haltung der Bank nach den höchsten in der Konjunkturperiode zu erwartenden Ansprüchen zu bestimmen, würde mehr als das Verbot auswärtiger Anleihen im kritischen Zeitpunkt eine Zinspolitik entsprechen, die in der Depressionszeit die Bankrate nicht zu tief sinken läßt und auch den Privatsatz hinaufzieht.

27. Die Einschränkung der Goldansprüche an die Notenbank aus dem nationalen Verkehr.

Die Uebertragung der Kassenhaltung und des Zahlungsdienstes an die Banken.

Der Bedarf an Zirkulationsgeld wird durch Uebertragung der Kassenhaltung und des Zahlungsdienstes an die Banken vermindert. In Reichen mit starker Bargeldzirkulation wie Frankreich und Rußland hält der bürgerliche Mittelstand starke Kassenbestände an Währungsgeld und Noten, um für den Zahlungstermin vorbereitet zu sein; bei bankmäßiger Kassenführung ist Verwendungsmöglichkeit des Geldes auch für kurze Zeitabschnitte gegeben und dadurch der Bedarf auf jene Summe eingeschränkt, welche am Zahlungstag selbst erfordert wird; da aber viele Zahlungen zwischen den einzelnen Kunden derselben Bank und zwischen den Kunden einer Bank an jene der andern erfolgen, ist der Kassenbedarf der Banken nur auf die Beträge beschränkt, welche in Zirkulationsgeld geleistet werden müssen, sowie auf die Saldi im Abrechnungsverkehr. Der Bedarf an Geld für Sendungen von Ort zu Ort wird durch den Postanweisungsverkehr, die Scheckorganisationen der Kreditbanken und der Post, den Giroverkehr der Notenbanken sehr verringert. Von England abgesehen, dessen interlokale Geldversendungsmethoden noch rückständig sind, vollziehen sich die Geldbewegungen innerhalb der einzelnen Staaten zum weitaus größten Teil durch die Notenbank; eine Ausnahme bildet das Taschengeld der Reisenden und der Geldbriefverkehr, welch letzterer jedoch durch eine ausgedehnte Filialorganisation der Notenbank und eine reichliche Dotierung auch der kleinen Postanstalten mit Zirkulationsgeld entbehrlich gemacht werden kann.

Die Bedeutung dieser bargeldersparenden Zahlungsmethoden ist in den einzelnen größeren Wirtschaftsreichen verschieden: der bankmäßige Kassendienst ist am besten in England ausgebildet, wo der Staat im 18. Jahrhundert vorbildlich vorangegangen war, ferner in den Vereinigten Staaten, wo aber gerade die Bundesregierung bisher daran nicht teilgenommen hat. In beiden Reichen werden auch größere Zahlungen am selben Ort am stärksten durch Bankvermittlung geleistet. In Deutschland hat der Reichsbankgiroverkehr die bankmäßige Zahlung von Ort zu Ort außerordentlich verbilligt und verallgemeinert, in Oesterreich und neuerdings in Deutschland und der Schweiz hat der Postscheckverkehr die bankmäßige Zahlung beim Mittelstand eingebürgert.

Diese Einrichtungen ersparen Bargeld und zwar je nach den Verkehrssitten entweder Noten und Gold oder Noten allein; da in den europäischen Staaten die Bankdepositen keine gesetzliche Golddeckung benötigen (die Ausnahmen in Belgien und den Niederlanden gelten nur für die dortigen Notenbanken) so ist auch dort, wo der bankmäßige Kassen- und Zahlungsverkehr nur die Banknote verdrängt, Gold erspart worden. Aus dieser Erwägung heraus war in England nach der Erlassung der Peelsakte, welche die Notenemission an den Goldvorrat eng anschloß, der bankmäßige Zahlungsverkehr von der Kaufmannschaft begünstigt worden und im Deutschen Reich wurden seit 1907, als sich Sorgen über das Zureichen des Goldbestandes des Reichsbank geltend machten, die bargeldersparenden Zahlungsmethoden von der Regierung wie von Industrie und Kaufmannschaft mit Energie gefördert.

Diese Bestrebungen setzten in Deutschland zu einer Zeit ein, in der in England die Folgen des ausgedehnten Ueberweisungsverkehrs — die Niedrighaltung des Goldbestandes im Reiche und die Gefahren bei wirtschaftlichen und politischen Störungen — die Aufmerksamkeit auf sich zogen. Die erste Frage wird im Kapitel über das Verhältnis der Notenbanken zu den Kreditbanken erörtert werden. Die zweite Frage hat infolge der amerikanischen Krise von 1907 und der Veränderung der politischen Lage in Europa sehr viel Sorge erregt. All diese Einrichtungen ersparen Bargeld nur solange sie benützt werden. Bei Minderung des Vertrauens zu den Bankinstituten kann rasch, so wurde oft ausgeführt, ein großer Thesaurierungsbedarf eintreten, den zu befriedigen die Kreditbanken nicht in der Lage sind. In vielen Darstellungen wurden die Forderungen auf Geld, welche die Einlagen bei Banken und Sparkassen darstellen, in ihrer Gesamtsumme dem vorhandenen Zirkulationsgeld gegenübergestellt und aus dem sehr ungünstigen Verhältnis weitgehende Schlüsse gezogen.

Indessen sind derartige Gegenüberstellungen ungenau und irreführend. Ein erheblicher Teil der bargeldersparenden Zahlungsmethoden läßt sich auch in Krisenzeiten nicht entbehren: das gilt besonders von den Zahlungen von Ort zu Ort; im lokalen Zahlungsverkehr ist eine Abhebung der „Kreditoren" nicht zu befürchten und ein namhafter Teil der Einlagen von kaufmännischen Unternehmungen verbleibt auch im ungünstigsten Fall bei den Banken, da jede andre Form der Kassen- und Zahlungsführung weitreichende Aenderungen der inneren Organisation der Wirtschaftsbetriebe voraussetzen würde. Dagegen werden in unruhigen Zeiten leicht Einlagen des mittleren und

Kleinbürgerstandes abgehoben, und zwar nicht blos Spar- sondern auch Scheckeinlagen, und durch Barkassenführung ersetzt. Um für diesen Fall die Zahlungsfähigkeit der Kreditbanken zu sichern hat die bisherige amerikanische Bankgesetzgebung ein prozentuelles Deckungsverhältnis zwischen Einlagen und Goldbestand bei den Nationalbanken verlangt und durch den Einfluß der Clearing-Häuser war diese Forderung auch auf die andern Aktienkreditbanken (Trust Companies) übertragen worden; in England wurde seit zwei Dezenien das Halten selbständiger Goldreserven durch die Depositenbanken verlangt und durchgesetzt und in Deutschland sollten ähnliche Bestrebungen bei den Kreditbanken zur Durchführung kommen. — Die Goldreserven können aber nie mehr als eine relativ kleine Quote der Einlagen darstellen — sonst würde der Hauptnutzen der Kreditbanken bedroht; eine wirksame Sicherung gegen Paniken kann darum in den Kassenreserven allein nicht erblickt werden; nur ausgiebiger Gebrauch der Note kann in jenen Zeiten helfen, in welchen das Ueberweisungssystem von einer namhaften Zahl jener, die es bisher benützten, aufgegeben wird. Der Umfang der Ersatzmöglichkeit hängt von dem Verhältnis zwischen Noten und metallischen Zahlungsmitteln in der Zirkulation ab.

Die Zentralisation des Goldbestandes.

Weit intensiver als die Förderung des Ueberweisungsverkehrs wirkt die Zentralisation des Goldbestandes bei der Notenbank: sie vermag die Ansprüche aus dem innern Verkehr für Zirkulationszwecke außerordentlich stark, unter besonders günstigen Umständen bis auf Null herabzudrücken.

Die Frage nach den Vorteilen der Zentralisation des Goldes war im vorigen Jahrhundert zu wiederholtenmalen gestellt worden, namentlich bei Beseitigung des Systems des Zwangskurses. Ausführlich war sie in England diskutiert worden, als nach den Kriegen mit dem ersten Napoleon der Zwangskurs wieder aufgehoben werden sollte. Damals hatte sich in energischer Weise Ricardo für die Notenzirkulation ausgesprochen: „Eine Währung kann als vollendet gelten, wenn sie unveränderlichen Standard hat und bei ihrem Gebrauch die äußerste Oekonomie angewendet wird. . . Papiergeld hat bei richtiger Bemessung der Quantität einen Grad der Sicherheit der Wertbeständigkeit des Zirkulationsmittels, den keine andere Form erreicht. . . In der nächsten Session des Parlaments wird eine Partei für die Aufnahme der Barzahlungen eintreten. Eine gut regulierte Papierwäh-

rung ist eine so große Verbesserung im Verkehr, daß ich es lebhaft bedauern würde, wenn Vorurteile dahin führen würden zu einem System von geringerem Nutzen zurückzukehren. Die Einführung der Edelmetalle für Geldzwecke mag als einer der wichtigsten Verkehrsfortschritte bezeichnet werden — aber es ist nicht weniger wahr, daß wir mit dem Fortschritt von Wissen entdecken, daß es eine andere Verbesserung wäre, es wieder aus der Verwendung zu verbannen. Es würde, um einer reinen Caprice zu entsprechen, ein höchst teures Tauschmittel für ein geringwertiges verwendet werden. Abgesehen vom Verlust für die Notenbank würde der Staat der nutzlosen Münzausgabe unterworfen werden." (Proposals for an economical and secure currency).

Ricardos Vorschlag lief darauf hinaus, daß die Bank bei Aufnahme der Barzahlung nur Goldbarren liefere, wodurch ein Sinken der Note unter den Barrenwert vermieden würde. Gegenüber der populären Strömung, die die Wiederherstellung der Goldwährung vor allem in der Zirkulation der Goldmünzen sah, konnte aber die Ansicht Ricardos nicht durchdringen. Die kleine Note wurde 1819 beseitigt, in der Krise von 1825 zwar vorübergehend wieder aufgenommen, aber nach Beendigung derselben abgeschafft. Der Versuch ein ähnliches Vorgehen im Gesetzweg auch in Schottland durchzusetzen scheiterte allerdings an dem heftigen Widerstand der dortigen Bankwelt und der öffentlichen Meinung. Der der Note überhaupt nicht wohlgeneigte Gesetzgeber der Peelschen Bankakte aber war der Wiederaufnahme der kleinen Noten in England möglichst abgeneigt und Jahrzehnte der Goldzirkulation ließen eine Tradition entstehen, gegen welche auch die Bemühungen Goschens und seiner Anhänger zur Einführung der 1 £-Note vergebens ankämpften.

Frankreich und das Deutsche Reich, die ihre Währungsreform im dritten Viertel des vorigen Jahrhunderts durchführten, schlossen sich dem englischen Vorbild an. Dagegen hatte sich in den Reichen des dauernden oder zeitweiligen Zwangskurses, in Oesterreich, Italien, Rußland und den Vereinigten Staaten die kleine Note eingebürgert; die Gewohnheiten der Bevölkerung standen hier dem Goldverkehr entgegen und namentlich in jenen Staaten, in welchen das Währungsgold im Anleiheweg erlangt worden war, war die Abneigung des Staates gegen die Zersplitterung des Goldbestandes begreiflich. Aber noch in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts sah man in Europa in der Goldzirkulation die Vollendung der Goldwährung; die Epoche der steigenden Ansprüche an die Notenbank, die seit 1895 einsetzte, ließ jedoch die Entwicklung zur Goldzirkulation in Oesterreich,

Rußland und Italien im Beginn stocken und legte auch den drei großen Goldzirkulationsländern die Frage nach einer Aenderung des Umlaufsmittels auf. In England hat die Bewegung zur Einführung der kleinen Note bis zum Kriegsbeginn nicht erfolgreich gewirkt, in Deutschland dagegen machte sie im letzten Jahrzehnt, mitbegünstigt durch die starke Wirkung der Lehren Knapps, immer größere Fortschritte; die Wendung der Anschauungen wird am deutlichsten durch die Verschiebung der Position, welche Anhänger und Gegner der Goldzirkulation besitzen, charakterisiert: Vor zwanzig Jahren mußte man in Deutschland das Eintreten für kleine Noten rechtfertigen, heute aber das Eintreten für die Goldzirkulation.

Fassen wir die Argumente zusammen, die für die Goldzirkulation in den verschiedenen Reichen vorgebracht werden. Es finden sich darunter einige traditionelle, die in die Gegenwart nicht mehr hineinpassen, die Fälschbarkeit der kleinen Noten, die noch zu Beginn des vorigen Jahrhunderts sehr leicht fiel, ist mit dem Fortschritt der Verbesserung des Notendrucks sehr erschwert worden; verglichen mit dem gesammten Umlauf ist die Zahl der gefälschten Noten verschwindend gering; ebensowenig darf heute noch ernstlich der alte Angriff wiederholt werden, daß im Fall des Zusammenbruchs der Notenbank bei Ausgabe kleiner Noten die sozial schwächsten Kreise der Bevölkerung getroffen werden. Dieses Argument hatte in den Zeiten der kleinen Notenbanken seine volle Berechtigung, aber in unseren Tagen der Monopolnotenbank ist es gegenstandslos — denn die Monopolnotenbank kann zwar die Einlösung der Noten in Metall einstellen, aber nie zusammenbrechen. Auch das angeblich stärkere Einlösungsverlangen der Inhaber kleiner Noten in Zeiten der Panik läßt sich nach den Erfahrungen der letzten Generation nicht konstatieren; im Gegenteil pflegt der Verkehr die kleinen Noten gerade in solchen Tagen zäh festzuhalten. Der furchtsame Einleger hebt in unruhigen Zeiten sein Guthaben ab und gibt es in Metallgeld in die Kasse; aber dem Arbeiter fällt es kaum je ein Bezahlung in Noten zurückzuweisen, die ihm ja doch der Warenkaufmann als Zahlung abnimmt.

Weit mehr Berechtigung hat der Einwand der Inflationsmöglichkeit, der von der entgegengesetzten Beobachtung — dem starken Fest halten des Verkehrs an den kleinen Noten — ausgeht. Es ist selbstredend ungleich leichter, ein Uebermaß von Geld in den Verkehr zu bringen, wenn nur Noten, nicht Gold in die Zirkulation eindringen. Die Gefahr liegt in zwei Fällen besonders nahe: Bei Uebergang von der Goldzirkulation zur Goldzentralisation und in Zeiten

starker finanzieller Bedrängnis der Staaten. In Deutschland haben sehr ernste Persönlichkeiten die Befürchtung ausgesprochen, daß die Ersetzung des Goldumlaufs durch kleine Noten und die dadurch verursachte Stärkung des Goldbestandes der Reichsbank zu einer laxen Diskontpolitik führen würde, die in letzter Linie durch die bekannten Wirkungen (Begünstigung auswärtiger Kapitalanlagen, Steigerung der Preise infolge Entfachung der Konjunktur und dadurch Verschlechterung der Zahlungsbilanz) zu einem Goldabfluß führen müßte. Aehnliche Befürchtungen wurden in England gegen die Einführung der 1 £-Note auch in neuester Zeit (zum Beispiel in den Interviews der Monetary Commission) zum Ausdruck gebracht; allerdings besitzt in England die Notenbank nicht die Möglichkeit, auf Grund ihres Goldbesitzes eine mehrfache Notensumme auszugeben, allein die Anhäufung eines ungewöhnlich großen Goldvorrats bei der Bank von England könnte nach den Stimmen erfahrener Bankiers zu einer Ueberschätzung der Kraft der Notenbank sowohl bei der Bankleitung selbst wie beim Publikum führen, die in ihren Wirkungen einen Goldabfluß verursachen würde. Gold werde in der Zirkulation weit besser im Inland festgehalten als Gold in der Notenbank.

Man kann gegen dieses Argument, das von mehreren ernsten Persönlichkeiten ganz unabhängig von einander geltend gemacht wird, nicht die Beispiele der französischen oder russischen Notenbank ins Treffen führen, die einen großen Goldbestand mit Erfolg festzuhalten verstehen; Frankreich ist überwiegend ein Rentnerland und niedriger Diskont kommt dort der heimischen Industrie, die vom Bankkredit fast ausgeschlossen wird, überhaupt kaum zugute. Rußland ist vorwiegend Agrarstaat mit schwerfälliger Kaufmannschaft. England und Deutschland aber sind Industrie- und Handelsstaaten mit unternehmungs- und spekulationslustiger Bevölkerung. In beiden Reichen sind mächtige Kreise der Wirtschaft an niedrigem Zins interessiert, ein großer Teil der öffentlichen Meinung vertritt jede Forderung nach Zinsherabsetzung mit Nachdruck und es ist der Bank von England wie der Reichsbank nicht leicht, diesen Strömungen zu widerstehen. Die Goldzentralisation wird daher nur dann Goldabfluß nicht zur Folge haben, wenn die Notenbank von populären Forderungen unbeeinflußt die Bankrate nach denselben Richtlinien festsetzt, die sie vor der Zentralisation beobachtet hat. Indessen kommt diese Frage nur für die Durchführung des Uebergangs von Gold- zur Notenzirkulation in Betracht; sie hatte die praktische Konsequenz, daß der Uebergang in Deutschland in langsamem Tempo vorgenommen wurde, um nicht

— zum Beispiel bei rascher Verdoppelung des Goldbestandes — den Widerstand gegen straffe Diskontpolitik zu sehr herauszufordern. Prinzipielle Bedeutung kommt aber diesem Argument nicht zu. Die Zerstreuung des Goldes in die Zirkulation mit der Motivierung der Notwendigkeit einen Teil des nationalen Goldvorrats vor den lüsternen Augen der Kreditwerber zu verbergen mag nur in jenen Staaten begründet sein, in denen es nicht möglich ist die Notenbank von den Einflüssen von Industrie, Handel, Landwirtschaft und Emissionsbanken zu befreien; es ist ein Eingeständnis organisatorischer Unfähigkeit.

In Zeiten finanzieller Bedrängnis des Staates ist die Goldzentralisation für die Privatwirtschaften von Nachteil, wenn der Staat seine Bedürfnisse durch Ausgabe von Papiergeld befriedigt und es in der Zirkulation an Geld fehlt, welches internationalen Wert besitzt; die Verschlechterung der Staatsfinanzen äußert in solchem Fall ihre Wirkung auf alle Wirtschaften, da die Beschaffung von international wertvollem Geld im Inland nur ausnahmsweise möglich ist.

Für die Zentralisierung des Goldbestandes bei der Notenbank spricht folgende Argumentation:

Die Notenbank sieht sich in unsrer gegenwärtigen Wirtschaft vor den Aufgaben die Forderungen des Auslands zu befriedigen, bei Paniken im nationalen Verkehr zu intervenieren und in außerordentlichen politischen Situationen, in welchen andere Mittel der Kapitalbeschaffung versagen, dem Staat zu Hilfe zu kommen. Die Erfüllung dieser Aufgaben wird durch Goldzentralisation wesentlich erleichtert, da die Notenbank über alles im Land vorhandene Gold verfügt und nicht Einlösungsansprüche aus dem inneren Verkehr zu erwarten hat. Wo die Bevölkerung an Noten gewöhnt ist, wird sie auch in unruhigen Zeiten weniger Goldmünzen verlangen als dort wo Gold neben der Note zirkuliert und in kritischen Zeiten erhöhtes Vertrauen gewinnt. In der Zeit des Balkankriegs hatten die beiden an der Kriegssphäre nächstgelegenen und meistbetroffenen Reiche, Oesterreich-Ungarn und Rußland, vornehmlich infolge der Gewöhnung der Bevölkerung an Papiergeld, ungleich geringeren Goldbedarf als das durch die Ereignisse weit weniger betroffene Deutschland. In Ländern der Papierzirkulation thesauriert die Bevölkerung vielfach Noten; aber auch wenn in solchen Tagen zeitweilig Bedarf nach Gold zu Thesaurierungszwecken auftreten sollte, ermöglicht der durch die Zentralisierung erreichte große Goldvorrat leichter das Hineinsenden von Gold in den Verkehr, das das Vertrauen umsomehr hebt, je weniger die Bevöl-

kerung an den Anblick von Goldmünzen gewöhnt ist; die Stärkedemonstration der Notenbank zur kritischen Zeit ist leicht und mit intensiver Wirkung durchzuführen. Bei Goldzirkulation dagegen sieht sich die Notenbank gerade im Zeitpunkt, in dem stärkste Bereitschaft dem Ausland gegenüber notwendig ist, erheblichen Einlösungsansprüchen aus dem innern Verkehr gegenüber. Die Diskonterhöhung erweist sich in solchen Tagen nicht als ausreichendes Mittel zur Gewinnung von Gold, da die internationale Bewegung kurzfristiger Kapitalien in kritischen Zeiten Störungen unterliegt und die Heranziehung von Gold aus dem innern Verkehr infolge des so stark entwickelten Ueberweisungswesens nur durch sehr empfindliche Einschnürung der Kreditgewährung möglich ist; diese Maßnahme würde aber inmitten einer allgemeinen Beunruhigung auf die Wirtschaft gefährlich einwirken. Die rasche Einführung von Noten in die Zirkulation erregt aber bei auch nur einigermaßen beunruhigter Stimmung leicht Mißtrauen — für Ersetzung der Goldzirkulation durch Papier müssen Zeiten ruhiger Entwicklung gewählt werden, soferne man nicht, wie in Kriegszeiten, durch Verhängung des Zwangskurses den Eingang der kleinen Noten in den Verkehr erzwingt.

Je mehr eine Wirtschaft rasch folgende Perioden der Hochkonjunktur oder Zeiten politischer Schwierigkeiten durchzumachen hat, desto stärker werden diese Momente wirksam werden, die zur Vereinigung des Goldvorrats bei der Notenbank hindrängen. Gold bei der Notenbank zentralisiert ist von ganz anderer Wirksamkeit als die gleiche Summe, in unzählige Taschen zerstreut; an die Notenbank wendet sich der Begehr nach Gold, nach dem Goldbestand der Zentralbank wird in kritischen Tagen die internationale Kreditfähigkeit des Landes beurteilt. Die Bankgeschichte der Vereinigten Staaten bietet das deutlichste Beispiel für die Notwendigkeit der Goldzentralisation: dort waren bis zur jüngsten Bankreform außerordentlich große Goldbestände vorhanden, es fehlte aber an einem Zentralorgan, bei dem man sich das Gold im Bedarfsfall holen konnte. Die Konsequenz dieser Erfahrung führt aber nicht blos zur Forderung der Schaffung von Zentralnotenbanken, sondern der Zentralisierung des Goldes überhaupt.

Manche Staaten haben die Goldzentralisierung durch Beibehaltung des Zwangskurses verschärft — ein System, dem die Anhänger der Goldzentralisierung seit einem Jahrhundert zugetan sind. Solange England nicht Zwangskurs einführt, ist es für die großen mit England konkurrierenden Wirtschaftsreiche unmöglich eine andere Haltung einzunehmen, da ihre Wechsel im Ausland mit der Devise London nicht den

Wettbewerb aushalten würden. Auch bietet der in den Formen des gold exchange standard heute auftretende Zwangskurs einen erheblichen Nachteil: Er ermöglicht der Notenbank eine Scheidung zwischen „legitimen" und „illegitimen" Ansprüchen, eine Verweigerung der Goldhergabe für alle nicht der Schuldzahlung an das Ausland dienenden Zwecke. Manche Autoren haben in der dadurch geschaffenen Verhinderung der Arbitrage einen großen Vorzug des Zwangskurssystems erblickt; aber es gibt auch andere Zahlungen an das Ausland als Schuldzahlungen und Arbitragen. Ein Industrieunternehmen hat zum Beispiel ein Tochterinstitut im Ausland und will dessen Mittel verstärken, zum Beispiel weil es Kapital für Neuinvestitionen oder weil es Reserven in kritischer Zeit braucht. Das Unternehmen benötigt Gold oder Devisen und beschafft sich eines der beiden Zahlungsmittel in das Ausland (für größere Beträge sind Bankschecks oder Auszahlungen nur ausnahmsweise verwendbar) durch Abhebung von Guthaben bei der Notenbank, die es entweder selbst oder die seine Kreditbank unterhält. Ist aber die Zentralbank berechtigt die Guthaben in Noten zu zahlen und die Einlösung der Noten zu verweigern, so fehlt dem Unternehmen die Möglichkeit der ausländischen Filiale zu Hilfe zu kommen. Eine derartige Prüfung des Zweckes des Auslandszahlungen im Einzelfall ist nur in Reichen mit relativ nicht bedeutendem Auslandsverkehr, starker Abhängigkeit der Kreditbanken vom Zentralinstitut und Unempfindlichkeit der Bevölkerung gegen Bevormundung und Kontrole möglich. Diese Voraussetzungen treffen in Oesterreich und Rußland zu — und auch dort haben die Zentralbanken in ihren Unterscheidungen des Zahlungszwecks nicht selten fehlgegriffen. In England aber mit seinen Riesensummen internationaler Zahlungen, seinen unabhängigen Kreditbanken und einer auf ihre Selbständigkeit stolzen kaufmännischen Bevölkerung wäre es in der Gegenwart undenkbar, daß die Bank von England — etwa so wie die Oesterreichisch-Ungarische Bank — bei Goldhergaben nach dem Zweck fragen würde. Der Zwangskurs hätte die unerträgliche Folge, daß die Erlangung von Gold von dem Gutdünken der Notenbank abhängig würde.

Die gleiche Wirkung der Zentralisation des Goldes wie der Zwangskurs würde das Ricardianische System erreichen, das die Notenbank nur zur Hergabe von Barrengold verpflichtet; dadurch würde aber der beim Zwangskurs unvermeidlichen Willkür der Notenbank gesteuert und internationales Vertrauen in vollem Maß gewährleistet werden. Dieses System scheint vom ökonomischen Standpunkt aus die Vorteile der Zentralisation des Goldes mit jenen der Freiheit der

Goldhergabe in das Ausland am besten zu verbinden. Seine Annahme würde die Reiche freier Goldwährung vor der Notwendigkeit schützen, in Kriegszeiten den Zwangskurs einzuführen; sie würde dem gegenwärtigen in den Ländern der Goldzirkulation bestehenden nicht ganz aufrichtigen Zustand ein Ende machen, wonach die Banknoten zwar einlösbar sind, aber entweder (England) nur bei der Bankfiliale, die sie ausgestellt hat oder (Deutschland) nur in der Hauptstadt. Da die Noten gesetzliches Zahlungsmittel sind, kann der Empfänger in Breslau sie nicht zurückweisen und wenn er sie zur Umwechslung in Gold präsentieren würde, könnte ihm die Reichsbank entgegenhalten, daß sie dazu nur in Berlin bereit sei. Wird auch von diesem Recht in normalen Zeiten in Deutschland nur ausnahmsweise — den Arbitrageuren gegenüber — Gebrauch gemacht, so ist doch damit bewußt eine Waffe für ernste Zeiten geschaffen worden. Das System der Barrenzahlung wäre aber konsequenter und aufrichtiger.

Oekonomische Erwägungen entscheiden freilich für die Beurteilung der Frage der Zentralisation des Goldes nicht allein. Politische Momente sind von kaum geringerer Bedeutung. Jahrzehnte des Friedens und der finanziellen Konsolidierung der Staaten haben in der Literatur eine Unterschätzung dieser Gesichtspunkte allgemein werden lassen. Vielleicht zu voreilig. Die Goldzentralisierung führt der Welt den ganzen Goldbesitz des Landes vor Augen, erhöht dadurch zwar den internationalen Kredit, mag aber Angriffslust des Auslandes anlocken, wie dies George Lévy in seiner Kritik der Haltung der Bank von Frankreich mit Recht hervorhebt. Ein siegreicher Feind vermag das Gold leichter zu finden, auch wenn es von der Notenbank an verschiedene geschützte Stellen des Reichs gebracht worden war (ein in Reichen zentralisierten Goldes unerläßliches Verfahren); er kann während der Kriegsdauer den privatrechtlichen Charakter der Notenbank in Frage stellen, das Gold mit Beschlag belegen. Das Gold in den Taschen der Privatpersonen entzieht sich dem Zugriff. Wäre alles englische Gold im Londoner Keller der Bank von England, so würde die Besetzung Londons einen Krieg für die Engländer beendigen. Die Wegnahme des Goldes der Zentralbank zur Deckung der Kriegsentschädigung mag dem besiegten Reich die Möglichkeit nehmen für Wiederherstellung der zerstörten Objekte und für Neuinvestitionen Anleihen zu bekommen, vermag seine Währung tief zu erschüttern. Als in der französischen Enquête zu Mitte der sechziger Jahre des vorigen Jahrhunderts führende Bankiers sich für die Ausgabe kleiner Noten als Ersatzmittel der Diskontpolitik aussprachen und die Stimmung für diese Maßnahme zu

überwiegen schien, da wandte sich in seinem Gutachten mit großer Entschiedenheit Thiers dagegen: „Ich habe mich gegen die Gegner des Papiergeldes ausgesprochen; aber wenn man auch ein bequemes und ökonomisches Geld einführt, darf man nicht zu weit gehen. Metall ist besser als Papier für den täglichen Gebrauch eines großen Landes, es ist starkes Blut an Stelle von schwachem. Jedes unglückliche Ereignis hallt schmerzhaft wieder in einem Land der Papiergeldzirkulation. Denken Sie an eine verlorene Schlacht — und man wird bald schätzen lernen, wie viel mehr Wert es hat, wenn die Bevölkerung Gold statt Papier in der Tasche trägt" (Enquête sur les faits qui régissent la circulation, Band 3, S. 419). Wenige Jahre später konnte Frankreich die Richtigkeit dieser Worte erproben. Die Bank von Frankreich stand seit den Erfahrungen des Jahres 1870 auf dem Standpunkt die kleinen Noten nur als Kriegsreserve zu verwenden. Politisch exponierte Staaten können über diese Erfahrung nicht leicht hinweggehen. Sie setzt dem Maß der aus ökonomischen Gründen gerechtfertigten Goldzentralisation eine Grenze entgegen. — Der Kriegszustand selbst läßt freilich die kleine Note überall zur Notwendigkeit werden; England hat in den Napoleonkriegen die kleine Note eingeführt, Frankreich 1870 über eine Milliarde Franks Noten in Zirkulation gesetzt und im gegenwärtigen Weltkrieg hat kein einziges Land sie entbehren können, ja an manchen Orten ersetzte sie nicht bloß das Gold, sondern selbst das Silber; nach Friedensschluß ist man berechtigt, eine Gewöhnung der Bevölkerung an das Papiergeld selbst in jenen Staaten anzunehmen, die bisher der Goldzirkulation den Vorzug gegeben hatten. Wo nicht kriegspolitische Gründe dagegen sprechen, werden die Notenbanken leicht in der Lage sein, den Zwangskurs durch das Ricardianische System der Barrenzahlung zu ersetzen.

28. Das Wirkungsgebiet der Diskontpolitik in der Gegenwart.

Die Praxis der Veränderungen der Bankrate entstand in England unmittelbar nach Einführung einer Bankverfassung, welche die Notenemission der Zentralbank an starre Grenzen band, in einem Reich, in welchem die Notenbank große Verpflichtungen dem Ausland gegenüber zu befriedigen hatte, wo infolge der Geldzirkulation das durch die Zahlungsbilanz angezogene Metall zum größten Teil in den Verkehr ging, wo überdies die Herrschaft der City mit den alten Merkantileinwirkungen auf einzelne Posten der Zahlungsbilanz aufgeräumt hatte. In dieser außerordentlich schwierigen Situation war und ist

auch heute die Diskonterhöhung für die Bank von England das wirksamste Mittel zur Erhaltung ihrer gesetzlichen Zahlungsfähigkeit. Die Ausbildung des internationalen Ueberweisungsverkehrs ist für England nur lückenhaft durchzuführen, da im Land selbst umfassende Giroinstitute (Notenbank, Postscheckämter) fehlen und die Kreditbanküberweisung kostspielig ist; Devisenpolitik lehnt die Bank bisher beharrlich ab, da nach Ansicht ihrer Leitung die anderen Länder nicht freie Goldhergabe sichern; die Hinauslegung von Auslandsguthaben würde ein enges Einvernehmen zwischen Regierung und Bank von England voraussetzen, das kaum herzustellen ist, da die Notenbank mehr als in irgend einem andern Land den Charakter der privaten Institution trägt und keine Fühlung mit der Finanzverwaltung besteht. Opposition gegen unzeitige Auslandsanleihen ist der Bank von England gar nicht möglich, da die Zulassung zur Börse durch die Organe der Börsebesitzer, der Effekten-brokers geschieht und die Uebernahme auswärtiger Anleihen durch die Finanzbankiers erfolgt, welche von der Bank völlig unabhängig sind, zum Teil sogar ihren Verwaltungsrat bilden und auf ihre Entschlüsse einwirken. Die Bildung selbständiger Goldreserven zur Deckung der Depositen ist nur durch freies Einvernehmen der von der Notenbank gleichfalls unabhängigen Kreditbanken möglich. Die Schaffung kleiner Noten endlich stieß bis zu Kriegsbeginn auf den größten Widerstand der City, die darin eine Bedrohung der Weltbankierstellung Londons erblickte, da die international herrschende Zuversicht dort stets Gold zu bekommen erschüttert würde. So sind die „bankpolitischen Hilfsmittel" — wenn man von Begünstigung des Goldimports und leichten Hindernissen gegen die Arbitrageausfuhr absieht — in England bisher nicht anwendbar und die Diskontpolitik bleibt umsomehr Alleinherrscherin als sie noch heute für London wegen der zahlreichen internationalen Handels- und Finanzbeziehungen und der großen Bedeutung des kaufmännischen Verkehrs eine ungemein wirksame Maßregel darstellt.

Vergegenwärtigen wir uns, um den vollen Gegensatz zu den englischen Verhältnissen vor Augen zu führen, die Banksituation in Oesterreich-Ungarn: Von den staatlichen Postsparkassenämtern war bis zu Kriegsbeginn mit den meisten europäischen Staaten ein guter internationaler Ueberweisungsverkehr eingerichtet. Die Notenbank beherrscht den Devisenmarkt; Verschlechterung der Devisenkurse ist für die Regierung Anlaß zur Abschließung von Anleihen im Ausland im engsten Einvernehmen mit der Bankleitung, deren Gouverneur von ihr ernannt ist. Die Börse und damit auch die Zulassung auswärtiger Werte steht unter dem be-

stimmenden Einfluß der Finanzverwaltung, die Kreditbanken sind infolge des Konzessionssystems von der Regierung, infolge der Rediskontierungsgewohnheit von der Notenbank abhängig. Gold ist in der Zirkulation nur in geringen Quantitäten vorhanden, der Metallvorrat der Notenbank gegen innere Einlösungsbedürfnisse und gegen jene Anforderungen im Auslandsverkehr, die nicht Schuldzahlungen bezwecken, durch den Zwangskurs geschützt. Infolge dieser Kette von Maßnahmen tritt die Diskontpolitik in den Hintergrund, zumal die Erhöhung der Rate wegen des landwirtschaftlichen und industriellen Charakters der Monarchie ungleich langsamere Zusammenziehung der Wirtschaft und wegen der geringeren Auslandsbeziehungen nicht starke Verschiebung der kurzfristigen Kapitalien hervorruft.

Die Beispiele Englands und Oesterreich-Ungarns versinnbildlichen am deutlichsten die beiden Gegensätze der Diskontpolitik. Rußland und Italien nähern sich der österreichischen Situation, Deutschland und Frankreich halten die Mitte, in ihrer Lage als Gläubiger- und Exportstaaten eher England als Oesterreich ähnlich. Geschichtliche Entwicklung, das Verhältnis zwischen Staat und Notenbank, die Machtstellung der Notenbank in der Volkswirtschaft sowie der Grad der Position des Staates in der Weltwirtschaft, von dem die Wirksamkeit der Diskontpolitik abhängt, sind für die Bankpolitik der einzelnen Reiche entscheidend geworden. Diese grundlegenden Unterschiede werden in der neueren Literatur gewöhnlich übersehen. —

In England ist die Diskontpolitik das Hauptmittel der Bankpolitik, in Oesterreich nur ein subsidiäres Mittel; aber es ist trotz Zwangskurs, Devisenpolitik und internationalem Postscheckverkehr selbst dort nicht entbehrlich. Der Zwangskurs beseitigt die Ansprüche an die Notenbank aus dem innern Verkehr und schränkt Auslandsgeschäfte ein, die zum Goldentzug führen können, der internationale Ueberweisungsverkehr und der Devisenkauf wirken als Brücke zwischen Zeitpunkten aktiver und passiver Zahlungsbilanz; aber wenn die Summen sich nicht vollständig ausgleichen und die Zahlungsbilanz dauernd passiv bleibt, dann vermögen nur Auslandsanleihen eine künstliche Aktivpost der Zahlungsbilanz zu schaffen, die aber für die Folgezeit durch den Zinsen- und Tilgungsdienst eine weitere Passivpost entstehen läßt. Da dauernd Auslandsanleihen aus Währungsgründen nicht vorgenommen werden können, so ist doch auch in den durch alle bankpolitischen Mittel vom Auslandseinfluß behüteten Reichen die Anwendung der Diskontpolitik nötig, weniger um kurzfristige Kapitalien aus dem Ausland heranzuziehen (was doch auch nur Erleichterung der zeitlichen Ausgleichung zwischen Momenten

günstiger und ungünstiger Zahlungsbilanz bedeutet) als um durch bewußten Druck auf die heimische Wirtschaft die Handelsbilanz, in den wirtschaftlich weniger starken Ländern den bedeutendsten Posten der Zahlungsbilanz zu verbessern, eventuell auch durch Hochhaltung der Geldmarktrate die Kapitalmarktrate hinaufzusetzen und dadurch dauernde ausländische Anlagen zu veranlassen. In dieser Funktion ist die Diskontpolitik unentbehrlich. Sie ist ein schweres, aber unvermeidliches Uebel.

29. Die Bestimmung der Bankrate.

Wie in der vorhergehenden Darstellung gezeigt wurde, geschieht die Festsetzung des Diskontsatzes in der Gegenwart nicht automatisch auf Grund eines bestimmten Status der Notenbank; die Anhäufung großer Goldvorräte hat die Zentralbanken gegenüber nicht zu starken Anforderungen unempfindlich gemacht, die lange Kette bankpolitischer Maßnahmen schwächt die Einflußnahme der ausländischen Leihraten auf den Inlandsverkehr ab. Im letzten Jahrzehnt bestanden zwischen den Raten der großen europäischen Notenbanken zeitweise Spannungen bis zu drei Prozent, wobei freilich zu beachten ist, daß sich die Wechselbewegungen im internationalen Verkehr nach dem Privatsatz richten, dessen Abstand vom Banksatz in den verschiedenen Reichen und in jedem einzelnen wieder zu den wechselnden Jahreszeiten verschieden ist, daß ferner die Rate der Bank von England Minimal-, jene der kontinentalen Notenbanken Normalsatz ist und endlich eine Spannung der Säte zweier Pläte selbst um ein Prozent im Quartal — das ja allein für den Wechselverkehr in Betracht kommt — nur ¼ Prozent, für Arbitrageoperationen in manchen Fällen einen zu geringen Unterschied bedeutet. Durch die bankpolitischen Mittel sind in fortschreitender Entwicklung die Notenbankleitungen in ihren Entschlüssen freier geworden.

Es wirft sich nun die Frage auf, nach welchen Grundsätzen die Notenbanken in jenen Fällen, in denen sie nach ihrem freien Ermessen handeln können, vorgehen. Die Wissenschaft hat sich mit dieser Frage nur vereinzelt beschäftigt. Sie befaßt sich nach herkömmlichem Brauch nur mit der Darstellung der Wirkung der Diskontänderungen, historisch begreiflich, da die Lehre in England in einer Zeit entstand, als die Praxis des gleichmäßigen Diskonts mit Erfolg angegriffen wurde. Aber in der Gegenwart mit dem Ruf nach stabiler Rate, in der Zeit der hohen zentralen Goldreserven und regulärer freier Entschließungsmöglichkeit der Bankdirektion müßte die Lehre der Diskontveränderung durch

eine solche der Diskontfestsetzung ergänzt werden. Ansätze hiezu finden sich nur in Marshalls Ausführungen vor der englischen Silberkommission von 1888 und in Wicksells „Geldzins und Güterpreise".

Wicksell stellt der Diskontpolitik die Aufgabe gleichmäßige Warenpreise zu sichern. Um dieses Ziel zu erreichen, muß der Bankzins bei steigenden Preisen erhöht, bei fallenden erniedrigt werden und jeweils auf dem so erreichten Stand bleiben, bis eine weitere Bewegung der Preise eine neue Veränderung des Zinssatzes verlangt. Von der klassischen Doktrin unterscheidet sich diese Lehre grundwesentlich: dort bedeutet die Diskontfestsetzung eine Konstatierung auf Grund des Status der Notenbank und der Wechselkurse, Erhöhung des Diskonts geschieht nur im Interesse der Liquidität der Bank. Nach Wicksells Vorschlag aber würde die Erreichung eines wirtschaftspolitischen Ziels — die Stabilisierung des Geldwerts — den Entschließungen der Bankleitungen zugrunde zu legen sein. Es erübrigt sich hier die Frage zu diskutieren, ob die Notenbank zu einer derartigen teleologischen Diskontnormierung berechtigt ist; die praktische Durchführung der Forderung würde jedenfalls auf große Schwierigkeiten stoßen. Man müßte zunächst feststellen, bei welcher Preisänderung — jener von Effekten oder von Waren — die Notenbank einschreiten sollte, da die Bewegungen dieser beiden Gruppen durchaus nicht in gleicher Entwicklungslinie verlaufen, und welche von den bisher durchaus mangelhaften Indexziffern als Grundlage angesehen werden sollten. Vor allem aber könnte eine derartige Diskontpolitik nur im gemeinsamen Einvernehmen aller Notenbanken betrieben werden. Denn ein Land, dessen Zentralbank auf Preiserhöhungen sofort mit Hinaufsetzung der Bankrate antwortet, würde bald vom Ausland kurzfristiges Kapital erhalten und die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz würde so groß werden, daß der Notenbank die Aufrechthaltung ihrer Rate wohl sehr erschwert würde. —

Dagegen scheint mir die Forderung Wicksells, die Notenbank solle ihre Zinspolitik nach dem natürlichen Zins richten — dem Zins, der sich ergeben würde, wenn sich nicht Geld zwischen die wirtschaftlichen Transaktionen einschieben würde — theoretisch sehr beachtenswert; aber für die Praxis ist damit kein fester Anhaltspunkt gegeben.

Es kann nicht Aufgabe der Notenbank sein, im Interesse der Stabilisierung des Geldwerts die Konjunkturbewegungen durch Ausübung dauernden Drucks auf die Volkswirtschaft aus der Welt zu schaffen suchen. Sie muß vielmehr im Interesse ihrer Liquidität Konjunkturpolitik treiben, das heißt auf Grund der Erfahrungen der letzten Perioden

den Maximalbedarf abschätzen, der im Höhepunkt der Konjunktur und hier in der ungünstigsten Jahreszeit an sie herantreten mag, und danach langsichtig ihre Diskontpolitik einrichten.

Der Begriff der Liquidität richtet sich für jede Notenbank nach dem Bankgesetz. In neuerer Zeit haben verschiedene Autoren die Ansicht ausgesprochen, daß die Art der gesetzlichen Beschränkung der Notenausgabe für die Diskontpolitik gleichgiltig sei; besonders hat Schwarz diesen Standpunkt in seiner „Diskontpolitik" vertreten mit der Begründung, daß die Banken auch bei Diskonterhöhungen von der gesetzlichen Höchstgrenze gewöhnlich weit entfernt sind. Diese Argumentation geht indes fehl. Die Notenbank wird die Rate zum Beispiel im März erhöhen, wenn sie um diesen Zeitpunkt stärker als in den Vorjahren in Anspruch genommen wurde und daraus den Schluß auf eine erheblich größere Belastung in dem für sie schwersten Zeitpunkt — für die Reichsbank zum Beispiel Ende September — ziehen muß. Selbstredend wird sie im März von der gesetzlichen Notenemissionsgrenze weit entfernt sein, sie darf aber auch im schwersten Konjunkturpunkt zur ungünstigsten Jahreszeit diese Grenze — ohne schwere Gefahr für die Ruhe der Volkswirtschaft — nicht streifen. In der letzten Generation hat keine der europäischen Notenbanken sich in einer Situation befunden, die Suspension des Bankgesetzes notwendig gemacht hätte. Es würde von völligem Mangel an Bankpolitik zeugen, wenn die Rate in Friedenszeiten erst knapp vor Erreichung der Emissionsgrenze erhöht würde.

Für die Bankleitung ist aber die Frage entscheidend, ob die Notenbank bei Höchstinanspruchnahme noch innerhalb der gesetzlichen Grenzen bleiben wird; maßgebend für die Diskontpolitik sind somit die gesetzlichen Grenzen und die Art der Inanspruchnahme. Wie wir schon ausgeführt haben, erhöht die Bank von England regulär bei metallischer Notendeckung von über 100% ihre Rate; das ihr erlaubte Kontingent ungedeckter Noten beträgt knapp die Hälfte des Metallbestandes, über den sie durchschnittlich verfügt, die Grenze des Notenemissionsrechts wäre daher erreicht, wenn die Noten zu zwei Dritteln metallisch bedeckt sind. Die Bank von England steht darum hinsichtlich der Notendeckung unter mindestens doppelt so strenger Liquiditätsgrenze als die Reichsbank, und das muß selbstredend die Diskontpolitik ihrer Leitung beobachten. Die Inanspruchnahme aber ist außer von der Entwicklung der Konjunktur von der Ausdehnung der „bankpolitischen Mittel", die die Diskontpolitik entbehrlich machen sollen, bestimmt. Die Noten der Reichsbank brauchen äußerstenfalls nur zu einem Drittel durch Metall und mit 240 Millionen Mark kontingentierte Reichskassenscheine gedeckt zu sein, jene der Oester-

reichisch-Ungarischen Bank müssen dagegen mindestens zu 40% durch Metall — zuzüglich 60 Millionen Kronen Devisen — gedeckt sein. Formell sind die österreichischen Deckungsbestimmungen strenger. Aber die Oesterreichisch-Ungarische Bank hat nicht mit Goldansprüchen aus dem inneren Verkehr zu rechnen, während diese für die Reichsbank namentlich an den Quartalen von großer Bedeutung sind. Auf der andern Seite bietet es, vom reinen Deckungsstandpunkt betrachtet, ein Stärkemoment der Reichsbank, daß sie durch Diskonterhöhung unter bestimmten Voraussetzungen Gold aus dem innern Verkehr an sich ziehen kann, während dies der Oesterreichisch-Ungarischen Bank unmöglich ist. Wenn nicht der Standpunkt der Liquidität der Bank, sondern die Rücksicht auf den gesamten Goldvorrat der Volkswirtschaft zugrunde gelegt würde, müßten Rußland, Oesterreich, Italien und die neugeschaffenen amerikanischen Notenbanken den Diskont bei weit höherem Deckungsverhältnis hinaufsetzen als die Notenbanken der Reiche mit Goldzirkulation.

In welchem Maß die Deckungsvorschriften und die Rücksicht auf die zu erwartende Inanspruchnahme auf die Diskontpolitik einwirkt und wie sehr infolge dessen die Praxis der großen Zentralbanken bei Veränderung der Rate verschieden ist, zeigt die folgende Uebersicht:

Mitte Februar 1914 betrug

	die Notendeckung durch Metall	die Notendeckung durch Gold	Deckung aller Verbindlichkeiten d. Barvorrat	Diskont
bei der Reichsbank	90.6%	78.8%	63.9%	4 %
Bank von England	153.5%	150.7%	47.5%	3 %
Bank von Frankreich	72.2%	61.1%	62.3%	3.5%
Oesterr.-Ung. Bank	71.4%	58.2%	67.1%	4.5%

Es durften um diese Zeit an Noten ausgeben		Die Noten, zu deren Ausgabe die Bank berechtigt war, betrugen in % der Verbindlichkeiten
Reichsbank	3593 Millionen Mark	59.6%
Bank von England	32 Millionen Pfund	51.6%
Bank von Frankreich	955 Millionen Francs	15.7%
Oesterr.-Ungar. Bank	1837 Millionen Kronen	77.3%

Die Bank von England hatte zwar die höchste Deckung der Noten, aber die niedrigste Deckung aller Verbindlichkeiten; dessen ungeachtet hatte sie den niedrigsten Diskont. Die Oesterreichisch-Ungarische Bank hatte bei günstigeren Deckungsverhältnissen eine um 1% höhere Rate als die Bank von Frankreich.

Die Reichsbank und die Oesterreichisch-Ungarische Bank hatten nach ihren Notengesetzen die stärkste Ausdehnungsmöglichkeit, während die Bank von Frankreich von ihrer Höchstgrenze nicht weit entfernt war; aber die französische Notenbank hielt ihre Leihrate niedriger als die deutsche und österreichische.

An Stelle des Konstatierungsstandpunkts sind bankpolitische Erwägungen getreten: Die Zukunftsbelastung wird abgeschätzt. Aber noch immer sind, wie die angeführten Beispiele zeigen, Gesichtspunkte der künftigen Liquidität der Bank für die Bestimmung der Bankrate entscheidend. Infolge dessen können Notenbanken, die durch Anwendung aller bankpolitischen Mittel den Goldbestand des Landes bei sich konzentriert haben, unter Umständen die gleiche Rate erheben wie Notenbanken anderer Länder, die an Gold — aber auch an Leihkapital — ungleich reicher sind. Die Oesterreichisch-Ungarische Bank hat in den letzten Konjunkturen mit wenigen Ausnahmen die gleiche Bankrate aufgewiesen wie die Reichsbank, obwohl bei ungefähr gleichem Notenumlauf der gesamte Goldbestand der Monarchie kaum 40% des deutschen Goldbesitzes betrug und das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Geldmarkt in Wien fast stets ungünstiger war als in Berlin. Die Reichsbank und die Oesterreichisch-Ungarische Bank hatten zum Beispiel im Mai 1914 die gleiche Rate von 4%, obwohl die Wiener Banken für Einlagegelder 4½, die Berliner nur 2% vergüteten. Das Beispiel zeigt klar die Unzulänglichkeit einer Diskontpolitik, die nur von der Berechnung der künftigen Ansprüche an die Notenbank allein ausgeht und den Geldmarktunterschieden nicht Rechnung trägt. Die im Verhältnis zum Ausland zu niedrige Bankrate wirkt auch auf den Privatsatz ein, hemmt das Einströmen kurzfristigen Leihgeldes aus dem Ausland und unterläßt den Druck auf die Wirtschaft zur Verbesserung der Handelsbilanz. Die bankpolitischen Mittel haben die Aufgabe, die Notenbank zu stärken und die Wirtschaft vor zu häufigen Aenderungen der Bankrate zu schützen; werden sie aber als Vorwand einer Diskontpolitik benützt, die an den Verhältnissen des Geldmarkts im Vergleich zum Ausland gemessen mit zu niedrigen Sätzen arbeitet, so kann dadurch die Volkswirtschaft dauernd benachteiligt werden; bei inneren Krisen, vor allem aber im Krieg wird die Unzulänglichkeit des inneren Goldbestandes deutlich sichtbar.

Diese Gefahr liegt namentlich in jenen Reichen nahe, in denen die bankpolitischen Mittel weit ausgebildet sind. Die Notenbank kann prinzipiell die ungedeckten Noten zum Kostenpreis hergeben, das ist zu jenem Preis, der sich aus dem Notendruck und der Verwaltungs-

regie ergibt; da die Kosten mit der Ausdehnung des Geschäftes fast proportional wachsen, kann man mit einem bestimmten Prozentsatz rechnen; darin würde, auf die Dauer betrachtet, die Untergrenze des Diskonts bei einer staatlichen Notenbank, die auf Gewinn verzichtet, liegen. Die Notenbanken der Gegenwart aber sind mit wenigen Ausnahmen Aktienbanken und müssen für die Aktionäre und meist auch für den Staat Nutzen erbringen. Mit Ausnahme der Bank von England, die infolge ihrer fast zentralistischen Organisation mit relativ niedriger Ausgabequote arbeiten kann, wäre keine Notenbank imstande, einen zweiprozentigen Satz längere Zeit durchzuhalten.

Die Reichsbank hatte zum Beispiel im Jahre 1913 22.6 Millionen Mark Verwaltungskosten, 3.2 Millionen Mark Ausgaben für Anfertigung von Banknoten, 1.049 Millionen Dotierung der Dubiosenreserve, 0.4 Millionen Verlust auf Noten, zusammen 27.2 Millionen Mark Ausgaben. Eine Durchrechnung der Wechsel- und Lombardbestände an den einzelnen Ausweisterminen ergibt, daß sie 1.95% an Zinsen zur Ausgabendeckung hätte berechnen müssen; wollte sie aber auch nur eine Dividende von 5% erzielen — das Minimum dessen, was sie bei einer Verzinsung der Renten mit über 4% verteilen mußte —, so erhöhten sich die Zinsen auf ca. 2½%.

Auch im isolierten Staat mit Zwangskurs könnte somit die Bankrate dauernd unter 2% nicht hinabgehen und die in der Theorie vielfach erörterte Frage über die Folgen des Wegfalls des Leihzinses ist darum gegenstandslos. Oberhalb der Grenze des Kostenpreises ist die Notenbank in ihren Entschließungen nur durch die Rücksichtnahme auf ihre gesetzliche Liquiditätspflicht auch bei Höchstinanspruchnahme eingeschränkt. Innerhalb dieser für die einzelnen Notenbanken nach Gesetz und Geldverkehrsorganisation verschiedenen Grenzen sind die Leitungen der Banken aber frei; Rücksichten auf starke Interessen einflußreicher wirtschaftlicher Unternehmerkreise, in finanziell schwächeren Reichen auch die Anleihebedürfnisse des Staates drängen innerhalb dieser Schranken zur Wahl eines niedrigen Diskonts; endlich mag mitunter auch das — offiziell gewöhnlich abgeleugnete — Dividendeninteresse in gleicher Richtung wirken, freilich nicht so allgemein, als es die Literatur gewöhnlich annimmt. Es wird meist behauptet, die Notenbanken hätten, wenn sie nicht in die Grenzen der Metalldeckung der Noten gebannt wären, zum Zweck einer möglichst großen Notenemission ein Interesse an niedrigem Diskont. Diese These aus den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts ist heute noch communis opinio und scheint auf den ersten Blick sehr einleuchtend zu sein. Niedriger Banksatz

ist aber Konjunkturanreger nur im Spekulationsgeschäft, im Warenhandel und in Industriezweigen mit starkem Betriebskredit. Nur in diesen Wirtschaftszweigen erfolgt bei Herabsetzung des Diskonts unter bestimmten Voraussetzungen eine stärkere Inanspruchnahme. Dagegen aber ergibt sich durch die Zinsherabsetzung ein Einnahmeausfall bei jenem sehr beträchtlichen Kreditminimum, welches der Notenbank auch in der Depression unter allen Umständen verbleibt. Wo die Bank mit dem Effektenkredit sich nur wenig beschäftigt — wie dies zum Beispiel bei der Reichsbank der Fall ist — dort spricht nach den Erfahrungen des letzten Jahrzehnts das Dividendeninteresse gegen eine über die Notwendigkeit starke Herabsetzung der Bankrate.

30. Das Verhältnis der Kreditbanken zu den Notenbanken, Privat- und Banksatz.

Die Notenbanken waren Alleinherrscherinnen auf dem Geldmarkt bis fast um die Mitte des vorigen Jahrhunderts; neben ihnen betrieben nur die Privatbankiers die Geldmarktkreditgeschäfte, aber in ungleich geringerem Umfang als die Zentralbank. Die Entstehung von Aktienbanken in England um die Mitte der dreißiger Jahre des vorigen Jahrhunderts galt der Notenbank als Durchbrechung ihres Monopols; sie lehnte den Rediskontverkehr mit den neuen Kreditbanken ab und veranlaßte die Privatbankiers lange Zeit zur Fernhaltung der neuen Rivalen vom Clearinghouse. Erst um die Mitte des Jahrhunderts hatten sich die Depositenbanken durchgekämpft; aber noch zu Bagehots Zeiten zu Anfang der siebziger Jahre des vorigen Jahrhunderts hatte die Bank von England in der City die maßgebende Stellung. Seither haben jedoch drei Depositenbanken (Lloyds, City and Midland, London and county) dem absoluten Betrag des gewährten Geldmarktkredits nach die Bank von England überholt. Die Ziffern sind nicht genau festzustellen, da die Bank von England die Art der Kredite nicht speziell ausweist. Eine ähnliche Entwicklung hat sich in Frankreich vollzogen, wo große Depositenbanken — mit Ausnahme des Comptoir d'Escompte, das anfangs Rembursbank war — erst in den sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts entstanden. Ein Vergleich zwischen dem Wechselbestand der vier größten Depositenbanken und jenem der Bank von Frankreich zu Ende 1881 und zu Ende 1912 ergibt folgendes Bild. (Die Ziffern für 1881 aus Snyders, Französische und deutsche Diskontpolitik, 1910, S. 54):

Wechselportefeuille in Millionen Francs:

	Bank von Frankreich	Crédit Lyonnais	Comptoir d'Escompte	Société générale	Crédit industriel
1881	1324	178	111	98	64
1912	1719	1411	947	864	124

Nicht ebenso scharf, aber doch in gleicher Richtung vollzog sich die Entwicklung in Deutschland. Es betrug das Wechselportefeuille (die Ziffern für 1880 aus Snyders a. a. O.) in Millionen Mark:

	Reichsbank	Deutsche Bank	Diskontogesellschaft	Dresdner Bank	Darmstädter Bank
1880	376	37	37	4	7
1912	1238	646	232	286	121

Im Effektenkredit ist die Bank von Frankreich gegenüber den Kreditbanken noch immer im Vorsprung; es betrugen die Effektenkredite zu Ende 1912 (in Millionen Francs):

bei der Bank von Frankreich	Crédit Lyonnais	Comptoir d'Escompte	Société générale	Crédit industriel
717	360	238	377	68

In Deutschland dagegen ist die Reichsbank nicht berechtigt auf Grund von Lombarddarlehen Noten auszugeben, sie kann hiezu nur die Depositen und allenfalls ihr Eigenkapital verwenden. Diese Kredite haben niemals eine sehr große Ausdehnung erlangt und bewegen sich namentlich seit 1912 infolge der Erhebung einer vierzehntägigen Zuschlags für Lombardkredite zum Quartalsende innerhalb sehr enger Grenzen; es betrugen zu Ende 1913 die Effektenkredite (in Millionen Mark):

b. d. Reichsbank (Effekten- und Warenlombard)	Deutschen Bank (Report und Lombard)	Diskontogesellschaft	Dresdner Bank	Darmstädter Bank
86	233	105	109	110
Effekten- und Warenvorschüsse	217	134	116	17

Die Effektendebitoren sind sowohl bei den deutschen wie bei den französischen Kreditbanken nicht mitgerechnet.

Die Bedeutung der Notenbanken als direkte Kreditgeber auf dem Geldmarkt ist daher in den drei führenden europäischen Wirtschaftsgebieten gegenüber dem Einfluß der Kreditbanken zurückgegangen.

Diese Entwicklung ist in Theorie und Praxis viel beachtet worden und hat vielfach zu weitgehende Folgerungen veranlaßt. Besonders hat die zeitweise sehr starke Spannung zwischen offiziellem und Privatdiskont und die selbständigen Bewegungen des letzteren vielfach zur Ansicht geführt, daß die Herrschaft der Notenbank auf dem Geldmarkt nur durch künstliche Mittel aufrecht erhalten werden könne und vereinzelt wurden gesetzgeberische Maßnahmen zur Hochhaltung des Privatsatzes vorgeschlagen. Derartige Schlüsse gehen indes zu weit. —

Der Satz der Notenbank bestimmt die Konditionen für einen großen Teil der Aktiv- und Passivgeschäfte der Kreditbanken. Der Zins im Kontokorrent — sowohl für Kredite wie für Guthaben — wird in allen Reichen auf Grund der Bankrate mit bestimmtem Zu- und Abschlag festgesetzt; auch für die Vergütung von Depositen ist die Bankrate in den führenden Wirtschaftsreichen entscheidend. Selbständig wird dagegen der börsenmäßige Privatsatz, die Rate für Wechseldiskontierung und für Effektenkredite bestimmt.

Von der Bildung dieser Sätze, deren Unter- und Obergrenzen wir oben (S. 48 ff.) angegeben haben, unterscheidet sich die Bestimmung der Bankrate in drei grundwesentlichen Momenten.

1. Die **Bankrate** ist ein Monopolsatz; sie wird einseitig diktiert und gilt außer in England und Rußland einheitlich für alle Wechsel ohne Unterschied der Qualität und der Höhe des Betrages. Der private Kreditbanksatz für Wechsel wird nach Konkurrenzgrundsätzen in individuellen Vereinbarungen, der Privatsatz für Bankakzepte wird täglich börsemäßig für jedes Bankakzept nach gesondertem Satz festgelegt.

2. Die **Notenbank** beschafft sich ihre Betriebsmittel durch Notenausgabe und Girodepositen; beide sind unverzinslich. Es besteht für sie daher, vom Aktienkapital abgesehen, kein Verwendungszwang, sie kann das Risiko laufen durch Hochhalten der Rate eventuell einen Teil ihres Geschäfts zu verlieren. Die Kreditbanken aber müssen — wenn wir den Sonderfall der Kontokorrentguthaben in der City außer Betracht lassen — die ihnen anvertrauten Einlagen verzinsen. Da Zurückweisung von Einlagen oder Verweigerung der Verzinsung selbst in Zeiten der Geldflüssigkeit für die Kreditbanken — die ja doch ihre Filialorganisation zur Annahme von Einlagen aufgebaut haben — unmöglich ist, so müssen die Kreditbanken danach trachten den größten Teil der Gesamtsumme der fremden Gelder der Verwendung zuzuführen.

In Depressionszeiten, in denen der Zustrom fremder Gelder das Kreditbedürfnis übersteigt, sind die Kreditbanken bemüht, einen Teil der Depo-

siten in Anlagewerte umzuwandeln, indem sie Emissionen von Wertpapieren vornehmen und sie bei ihren Kunden unterbringen. Im Interesse des Emissionsgeschäftes ist billiger Effektenkredit und niedriger Privatsatz erforderlich, welch letzterer sich auch als Folge der Verwendungspflicht ergibt. Darin liegt die Lösung des Problems, daß die Kreditbanken in Depressionszeiten sich mit besonders niedrigem Privatsatz begnügen, während man doch aus der Verzinsungspflicht für die fremden Gelder, dem hohen Eigenkapital und dem Fehlen einer Hemmung des privaten Gewinninteresses durch staatlichen Einfluß auf das Gegenteil zu schließen geneigt wäre. Wie wir früher ausführten, ist die Ansicht weit verbreitet, daß die Notenbanken im Interesse der starken Notenemission niedrigen Zins begünstigen, und sie hat in der Gesetzgebung mehrfach Niederschlag gefunden. Fast ebenso einstimmig glaubt aber die Literatur ein Interesse der Kreditbanken an hohem Zins feststellen zu können, und eifrige Verteidiger der Kreditbankpolitik wissen darauf nur zu erwidern, daß diese Tendenz nicht in allen Fällen zum Durchbruch kommt. Die Frage ist aber bisher nicht aufgerollt worden, wie denn, wenn diese beiden Feststellungen zutreffen, der Kampf der Notenbanken gegen die zeitweise zu niedrigen Geldmarktsätze der Kreditbanken zu erklären sei.

3. Entscheidend für die Liquidität der Notenbank ist das V e r h ä l t n i s z w i s c h e n M e t a l l b e s t a n d u n d N o t e n u m l a u f; der Metallbestand hängt von der Zahlungsbilanz und der Umlaufsmittelorganisation ab und ist nicht beliebig und vor allem nicht rasch vermehrbar. Die Notenbank muß daher sich eine Goldreserve zu schaffen trachten, die groß genug ist, um nach Bestreitung der Goldzirkulations- und Goldzahlungsansprüche für den ausländischen Bedarf am Höhepunkt einer Konjunktur und zur angespanntesten Jahreszeit eine genügende Grundlage für den um diese Zeit sehr erweiterten Notenumlauf zu bieten. Eine Zurückdämmung der Notenzirkulation ist aber fast unmöglich. Die Reichsbank oder die Oesterreichisch-Ungarische Bank betreiben zum Beispiel in weitaus vorherrschender Weise den Wechselkredit; mit dem Fortschreiten der Konjunktur ist es ihnen nicht möglich ganze Gruppen von Konten abzustoßen, um die Inanspruchnahme zu verringern, da der Bedarf an Betriebskredit zunimmt. Nur zum geringeren Teil Lenkerin der Bewegungen von Metallbestand und Notenumlauf muß die Notenbank eine langsichtige Diskontpolitik treiben, die die Rücksicht auf die Höchstanspannung nicht aus dem Auge läßt.

Für die Bewegungsfähigkeit der Kreditbanken dagegen ist das Verhältnis zwischen Zufluß von Depositen und Kreditoren und Unterbringung von Akzepten zur Kreditinanspruchnahme entscheidend.

Sie haben sich um die Zahlungsbilanz und um den Goldbestand der Volkswirtschaft primär nicht zu kümmern. Die Deckung des Bedarfs an Metallgeld und Noten fällt der Notenbank zu, die Schwankungen des Ueberweisungsverkehrs sind ungleich geringer als jene des Zirkulationsgeldes; für die starken Zahltage, die Monatsenden, brauchen sie, solange sie sich innerhalb der von der Notenbank intern gesetzten Grenzen halten, prinzipiell nur über Ansprüche an die Notenbank (durch Giroguthaben oder Wechseldiskontierungen) zu verfügen. Im Passivgeschäft erweist sich die Erhöhung ihres Zinses viel wirksamer als die der Notenbank: denn sie haben ja nicht Gold, sondern Einlagen heranzuziehen. Die Erhöhung der Vergütung für Einlagen bewirkt aber ein teilweises Abströmen von den Sparkassen, eine Zuführung neu gebildeter sonst zu Renten angelegter Kapitalien zum Geldmarkt. Im Aktivgeschäft aber vermögen sie durch die Vielseitigkeit ihrer Betätigung die Mittel für die mit fortschreitender Konjunktur wachsenden Kreditansprüche durch Aenderung der Anlagen zu gewinnen. Der in der Depressionszeit stark gepflegte Effektenkredit wird zu Gunsten des Betriebskredits verkürzt; bei der Darstellung des Effektenkredits wurden die Momente dargelegt, welche den Banken dieses Vorgehen ermöglichen. Die stärkere Anziehungskraft der Zinserhöhung und die Fähigkeit der Abstoßung eines Teils der Anlagen geben den Kreditbanken eine wesentlich höhere Elastizität als den kontinentalen Noteninstituten; sie können infolge dessen ihre Zinssätze für Einlagen wie für abstoßbare Kredite nach dem augenblicklichen Verhältnis von Nachfrage und Angebot richten. Allerdings nur für abstoßbare Kredite, das Privatakzept, das Ultimo- und Reportgeld, nicht für dauernde Kredite, vornehmlich ständige Betriebskredite; der Satz des Kontokorrent richtet sich nach der Bankrate.

Je mehr bei der Diskontfestsetzung der Notenbank bankpolitische Gesichtspunkte an Stelle der Konstatierungslehre treten, je stabileren Charakter die Bankrate erhält, um so stärker wird die Differenz gegenüber den Sätzen für fluktuierende Kredite. Die im letzten Jahrzehnt mit so viel Nachdruck hervorgehobene zeitweise Spannung zwischen offizieller und Privatrate ist nicht nur auf das Vordringen der Kreditbanken, sondern auch auf den Wandel der Notenbankpolitik zurückzuführen. Sie kommt besonders scharf im Zwischenraum zwischen den einzelnen Zahlungsterminen zum Ausdruck. Während die Rate der Reichsbank im Jahre 1913 vom Jahresbeginn bis 27. Oktober 6% betrug, schwankte der Privatsatz im gleichen Zeitraum zwischen 4½% und 6%.

Die selbständige Zinsbildung des Privatsatzes und Effektenkredits hat für die Notenbankpolitik drei bedeutsame Konsequenzen. Tiefer Report- und Ultimogeld-, teilweise auch tiefer Privatsatz vermögen die Absicht der Notenbank, durch hohe Rate im Interesse der Handelsbilanz preisdrückend zu wirken, zu durchkreuzen. Wenn der Privatsatz unter jenem des Auslands bleibt, dann vermag auch eine gegenüber dem Ausland höhere Bankrate nicht auf die Wechselkurse einzuwirken, für die mit Rücksicht auf die Qualität der Akzeptanten der Privatsatz ausschließlich zur Anwendung kommt. Bei starker Spannung zwischen Bank- und Privatrate werden endlich eine Reihe von Betriebskrediten in Form des Akzeptkredits — durch Ziehung der Industriefirmen auf die Banken — aufgenommen, die dann bei Verringerung der Differenz in Diskontkredite umgewandelt werden; in jenen Reichen, in welchen die Notenbank rediskontiert, werden in Depressionsjahren und in Jahreszeiten der Geldflüssigkeit namhafte Kreditmengen in Form von Akzeptkredit gegeben, die dann bei Fortschreiten der Konjunktur und an den schwereren Jahresterminen der Notenbank zur Last fallen. Die Zentralbank läuft dadurch in geldflüssigen Zeiten Gefahr, die Fühlung mit dem Geldmarkt zu verlieren und bekommt in Tagen der Anspannung viel Wechselmaterial von Firmen herein, mit denen sie nicht regelmäßig, sondern nur bei Zusammenschnürung des Marktes arbeitet und deren finanzielle Verhältnisse sie darum nicht mit voller Sicherheit beurteilen kann. Ihr Goldvorrat, ihre Organisation ist auf den Maximalbedarf eingerichtet, bei der zunehmenden Bedeutung der Kreditbanken aber vergrößert sich die Spannung der Ausnützung der Notenbank immer mehr. Während noch in den fünfziger und sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts die Bank von England und die Bank von Frankreich in Krisenzeiten langsichtige Wechsel zurückwiesen, wehren sich gegenwärtig die Zentralbanken gegen die Verwendung als bloße Einziehungsstellen, die ihnen die Kreditbanken in Zeiten billigen Geldes zudenken und bemühen sich eifrig um möglichst lange Sichten. Die Notenbanken der wirtschaftlich führenden Staaten des Kontinents gleichen immer mehr Gebirgseisenbahnen, deren Anlagen hohem Verkehr zweier Sommermonate angepaßt sein müssen, während in der übrigen Jahreszeit die Bahnsteige menschenleer sind und der fünfte Teil des Betriebsmaterials für die Bewältigung des Verkehrs voll ausreichen würde. Bei weiterem Wachsen der Spannung der Inanspruchnahme ist für manches Institut — vornehmlich die Reichsbank — die Zeit nicht mehr ferne, in der bei flüssigen Geldverhältnissen die Zahlung auch nur eine bescheidenen Dividende auf die Anteile gefährdet ist.

Die Notenbanken sahen sich angesichts dieser Entwicklung einer doppelten Aufgabe gegenüber: Sie mußten im Interesse der Wirksamkeit ihrer Rate die Spannung zwischen dem Bank- und Privatsatz zu verringern trachten, wenn ihre Politik durch die Größe der Differenz bedroht war, und sie mußten, um nicht in Abhängigkeit von den Kreditbanken zu geraten, ein starkes direktes Kreditgeschäft an sich zu ziehen versuchen.

In der ersteren Richtung haben die Bank von England und die Reichsbank eine eigenartige Praxis ausgebildet: sie nehmen dem Markte Mittel fort. Die Bank von England verkauft zu diesem Zweck exchequer bons und Konsols; die Reichsbank diskontiert Schatzwechsel der Reichsfinanzverwaltung, freilich nur dann, wenn sie solche Wechsel besitzt — das heißt, wenn das Reich genötigt ist kurzfristig zu borgen; da seit der Reichsfinanzreform die Schatzwechselbegebung sehr eingeschränkt wurde und sie zudem großenteils in die letzten Jahresmonate fällt, während die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz gerade in der ersten Jahreshälfte am stärksten zu sein pflegt, wurde neuerdings von Plenge für solche Termine die Rediskontierung von Wechseln aus dem Portefeuille der Reichsbank in Vorschlag gebracht. Von Reichsbankseite wurde darauf mit Einwänden wegen der Struktur der Wechsel und wegen der Aufdeckung der Geschäftsbeziehungen erwidert; beide Einwände sind nicht durchschlagend. Der Verkauf des Akzepts der Reichsbank auf dem Markt — denn die Kommerzwechsel würden doch erst durch das Giro der Reichsbank Privatsatzmaterial — wäre allerdings ein bei Notenbanken ungewohnter Vorgang und darum ein Experiment, das zur Vermeidung internationaler Kritik besser so lange unterbleibt, als es einfachere Mittel zur Erreichung desselben Ziels gibt.

Auch die andern gleich der Rediskontierung in der französischen Enquête der sechziger Jahre des vorigen Jahrhunderts ausführlich behandelten Vorschläge sind künstlich und praktisch kaum anwendbar. Die Ausgabe kurzfristiger verzinslicher Schatzscheine der Notenbank — etwa nach Art der schweizerischen Kreditbanken — wäre am ehesten geeignet den zeitlichen Zwischenraum zwischen Zeiten der Geldflüssigkeit und Geldknappheit zu überbrücken: durch hohes Nominale würde das Bedenken beseitigt werden, daß sie Konkurrenten der Noten werden könnten. Solche Schatzscheine würden sich von Schatzscheinen der öffentlich-rechtlichen Körperschaften durch den Zeitpunkt der Ausgabe unterscheiden: die Schatzscheine der Staaten und Städte werden gewöhnlich bei ungünstigem Kapitalmarkt — und gleichzeitig teurem Geldmarkt — ausgegeben und in einer Zeit des günstigen Kapitalmarkts — gewöhnlich

auch leichten Geldmarkts — eingelöst. Die Schatzscheine der Notenbank aber würden in einer Zeit flüssigen Geldstandes ausgegeben und in einer solchen teureren Geldstandes eingelöst. Darin würde allerdings das Künstliche des Vorgangs liegen — die Notenbank würde Schatzscheine zu einer Zeit ausgeben, in welcher sie sehr hohe Deckungsverhältnisse hat —; der Vorteil würde aber in der Möglichkeit der Abstufung der Schatzscheine nach Monaten und Jahren liegen; besonders würden zwei- bis dreijährige Schatzscheine zur Zeit der stärksten Geldflüssigkeit ausgegeben, im Sinn einer Verminderung der Konjunkturspannung des offenen Marktes wirken, da sie im Zeitpunkt der Emission dem Markt Mittel entziehen, im Zeitpunkt des Verfalls ihm solche zuführen würden.

Ein anderer Vorschlag aus der französischen Enquête, der auch in der deutschen Bankenquête viel erörtert wurde, wollte der Notenbank die Annahme verzinslicher Kontokorrentguthaben empfehlen; dadurch würde ein Teil der Einlagen von den Kreditbanken ab- und den Notenbanken zugeführt. Allein dadurch würden die Notenbanken, die sonst in Noten und Girodepositen unverzinsliche Mittel erhalten, unter einen Verwendungszwang gestellt, der ihrer Diskontpolitik schwer abträglich wäre. Man hat diese Maßnahme vielfach zur Stärkung der Notenbank bei starker Inanspruchnahme empfohlen, sie würde aber in Zeiten der Geldflüssigkeit eine Verlegenheit für die Zentralbank werden.

Während die Bank von England und die Reichsbank ihre Politik durch jene des Marktes wiederholt durchkreuzt sahen, hat die Bank von Frankreich, soweit der Privatsatz in Betracht kommt, mit ähnlichen Schwierigkeiten schon seit Jahrzehnten nicht mehr zu rechnen. Die Zahl der Geldgeber auf dem offenen Markt ist in Paris nicht groß und unter den stärksten von ihnen bestehen Abmachungen über die Privatratenfestsetzung. Als Geldnehmer kommen in Paris mehr Auslandsbanken als inländische Institute in Betracht. Die Pariser Banken vermögen auch bei reichlicher Geldflüssigkeit relativ hohen Privatsatz aufrecht zu halten, weil ihnen Filialen und Beziehungen im Ausland (Crédit Lyonnais, banque de Paris, Rothschild) durch die Möglichkeit direkter Kreditgewährung an fremde Märkte ein Ventil gegen Kapitalüberfluß bieten. Auch die Konditionen für Gewährung von Effektenkredit sind, allerdings erst seit kurzer Zeit, kartellmäßig geregelt. In England war ein ähnliches Vorgehen bisher nicht möglich, da es in der City zu viele und zu verschiedenartige Geldgeber gibt, Angebot und Nachfrage täglich rasch wechseln und die englischen Depositenbanken

bisher nur in geringem Maß direkt im Ausland arbeiteten. In Deutschland ist in jüngster Zeit ein Bankenkartell zustande gekommen, das auch den Effektenkredit in den Kreis der Konditionsvereinbarungen einbezogen hat. Auf einen Teil der Geldgeber, Seehandlung und Zentralgenossenschaftskasse, kann die Reichsbank direkten Einfluß ausüben, auf die Kreditbanken indirekten, da zum September- und Dezemberschluß fast alle auf sie angewiesen sind. Bei geschickter Notenbankleitung kann es gelingen, die besprochenen künstlichen Mittel entbehrlich zu machen. Ist auch die Notenbank nicht dauernd Herrin des Marktes, so ist sie es — auch in England — doch zeitweise, zu bestimmten Jahreszeiten und bei stark vorgeschrittener Konjunktur. Man kann die Qualität der Leitung einer Notenbank nach der Art der Ausnützung solcher Zeiten beurteilen.

31. Die Wirksamkeit der Notenbanken in Krisen- und Kriegszeiten.

Die Position der Notenbank ist in ruhigen Tagen nicht mehr so überragend groß wie vor einem Menschenalter — bei starken Erschütterungen der Wirtschaft ist sie aber in unserer Zeit stärker als je zuvor. Die Liquidität der übrigen Kreditinstitute stützt sich auf die Notenbank: der Rediskont und Lombard bei ihr vermag die Mittel zur Auszahlung der Einlagen zu geben, wenn starke Thesaurierungen vorgenommen werden. Niemals kann Eigenliquidität der Kreditbanken in Zeiten starker Panik ausreichen. Selbst wenn die Einlagen zu 100% durch Wechsel und Effektenkredite gedeckt sind, wäre eine Flüssigmachung derselben in der gleichen Zeit wie die Barausschatzung der Einlagen erfolgt, bei starker innerer Beunruhigung nur durch schwersten Druck auf den Effektenmarkt und gewaltsame Einschnürung der wirtschaftlichen Produktion möglich. Wie schon an anderer Stelle ausgeführt wurde, ist der einzelne Wechsel als liquide Bankanlage anzusehen, nicht aber das Wechselportefeuille der Banken in seiner Gesamtheit. Die Geltendmachung der Liquiditätserfordernisse durch Verkürzung der Wechseldiskontierung in einer Zeit starken Bedarfs nach Betriebskredit wirkt weit einschneidender als eine bloße Diskonterhöhung. Wie wir sahen, wurde in den letzten Jahrzehnten eine ganze Kette von Maßnahmen ausgebildet, um die Diskonterhöhung der Notenbank nur als ultima ratio eintreten zu lassen, von der unter bestimmten Voraussetzungen eine Zusammenpressung der Produktion befürchtet wurde. Bei konsequentem Vorgehen mußte man auch nach einer andern Form der Liquidität der Kreditbanken sinnen als nach der Abstoßung der Wechsel. Längst schon haben

die kontinentalen Notenbanken auf die noch in dem sechsten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts übliche Praxis der Diskontverkürzung in Krisenzeiten verzichtet aus der Erkenntnis heraus, daß derartiges Vorgehen die Panik verschärft. In der Gegenwart wird von ihnen die entgegengesetzte Politik gefordert, die Erweiterung der Kreditgewährung. Denn wenn die Kreditbanken ihre Metallreserve erschöpft und mit der Kündigung der Effektenkredite den Punkt erreicht haben, von dem aus eine weitere Abstoßung den Zusammenbruch des Effektenmarktes herbeiführen müßte, bleibt nur die Inanspruchnahme der Notenbank als letzte Maßnahme übrig, wenn eine einschneidende Kreditverminderung vermieden werden soll. Es werfen sich hier die Fragen auf, ob die Notenbanken nach ihrer Organisation zur Hilfeleistung geeignet sind und ob sie über die dazu erforderliche Kraft verfügen.

Für die Beantwortung der ersten Frage ist die Art des Geschäftsbetriebs der Notenbank entscheidend: die Bank kann auch in Panikzeiten nur Kredit in jener Art gewähren, wie sie dies in ruhigen Tagen zu tun pflegt. Sie kann mit um so größerer Sicherheit die Gewährung von Wechsel- und Effektenkredit ausdehnen, je größer ihre Firmenkenntnis, je sicherer die Beurteilung der Effektenbewegungen ist. Je mehr daher die Notenbank in normalen Zeiten im Markt steht, um so leichter wird es ihr sein, ohne eigene Gefahr bei Paniken einzugreifen. Die kontinentalen Institute pflegen darum in ihren zahlreichen Filialen ein ausgebreitetes Kreditgeschäft und suchen durch umfangreiche Diskontierung kleiner Wechsel (Frankreich), Stützung der Privatbankiers und Genossenschaften ihre Unabhängigkeit von den großen Aktienkreditbanken zu sichern. Die Reichsbank ist einen Schritt weiter gegangen: sie beschränkt sich nicht auf die Rediskontierung, sondern diskontiert direkt im Wettbewerb mit den andern Banken. Dadurch wird freilich gründliche Marktkenntnis gesichert — aber die Notenbank steht dann nicht über der Wirtschaft, sondern in der Wirtschaft. Bei rascher Entwicklung der Konjunktur wächst die Inanspruchnahme aus dem Eigengeschäft stark an, so daß die Zentralbank in ihrer Bewegungsfreiheit andern Kreditbanken gegenüber leicht behindert werden kann.

Die Bank von England geht einen andern Weg: sie hat wenig Filialen und pflegt in geringem Maß direkten Kundenverkehr. Ihre Hauptbeziehung sind die brokers, und die Verbindung mit ihnen erfolgt nur wegen der sich dadurch bietenden Möglichkeit rascher Zurückziehung der Kredite. Der broker ist darauf vorbereitet im Notfall seine Verpflichtungen in kurzer Frist glattzustellen und sein Dazwischentreten läßt ein eigentliches Kundenverhältnis zwischen der Bank und den

Kreditbedürftigen nicht entstehen. Es fehlt in London das moralische Moment, das den kontinentalen Noteninstituten verwehrt langjährigen Kunden im Augenblick der Not die Türe zuzuschließen und das ermöglicht der Bank von England in Krisenzeiten eine der festländischen völlig entgegengesetzte Praxis. Während die Reichsbank, die Bank von Frankreich, die Oesterreichisch-Ungarische Bank in solchen Tagen dem erweiterten Kreditbedürfnis der Industrie nachzukommen sich bemühen, ihre Kredite ausdehnen, schränkt die Bank von England ihre Kreditgewährung ein, verwirklicht die Liquidität, um sich für die Goldansprüche stark zu halten. Man hat der Bank von England in den beiden letzten Jahrzehnten vielfach zum Vorwurf gemacht, daß sie außerhalb des Wirtschaftslebens des Reiches stehe. Die Tatsache stimmt, aber die Kritik ist unbegründet. Bei den großen Anforderungen aus dem internationalen Verkehr und aus der inneren Goldzirkulation, die sich in Krisenzeiten gegen die Bank von England richten, ist die Rückziehungsmöglichkeit der Kredite für das Zentralinstitut eine Notwendigkeit — und das ist nur dann durchführbar, wenn die Bank auch in ruhigen Tagen nicht direkt im Geldmarkt arbeitet.

Wirksame Intervention der Notenbank wird durch Gewöhnung der Bevölkerung an Notenzirkulation erleichtert. Erfolgt die Thesaurierung, die zur Abhebung der Bankguthaben führt, in Noten, so kann die Zentralbank ohne Schwächung ihres Status die bisher von den andern Banken gewährten Kredite übernehmen; die erhöhte Notenausgabe bewirkt nicht eine Inflation, da die Noten lediglich an Stelle der Depositen treten. Ist die Bevölkerung an Metall überhaupt nicht gewöhnt, dann vermag die Zentralbank auch bei geringem Goldvorrat hilfreich einzugreifen, da sie nur ihr Schuldversprechen an die Stelle des Schuldversprechens der andern Institute zu setzen hat. Solange der innere Verkehr der Notenbank Vertrauen entgegenbringt, ist die Ausgabe von Noten auch bei niedrigem Metallbestand möglich; Länder mit ausschließlicher Notenzirkulation werden die Einführung des Zwangskurses nur mit Rücksicht auf das Ausland benötigen, mit dieser Maßnahme in Panikzeiten länger zurückhalten können als Reiche mit starkem Goldumlauf.

Im innern Verkehr ist die Ausdehnungsfähigkeit des Notenumlaufs unbeschränkt; in Krisenzeiten hat die englische, in Kriegszeiten die französische Bevölkerung die Noten ihrer Zentralbank auch dann angenommen, wenn deren Emissionsbetrag den Metallbestand um das Zehnfache überstieg. Schon vor nahezu einem Jahrhundert wurden die schwersten englischen Krisen nicht durch Mangel an Vertrauen in

die Leistungsfähigkeit der Bank, sondern durch die Angst vor der Möglichkeit der Erreichung der Notenemissionsgrenze veranlaßt. Und heute nach einem Menschenalter gesunder Leitung der großen europäischen Notenbanken beunruhigt eine Verletzung der Deckungsbestimmungen ungleich weniger als die starre Festhaltung an den gesetzlichen Grenzen.

Die einzelnen Wirtschaften können sich valutarisches Geld so weit ihnen dies die Zirkulation nicht zuführt, nur bei der Notenbank beschaffen, und zwar entweder durch Abhebung vom Konto oder durch Diskontierung und Lombardierung. Seit sieben Jahrzehnten haben in Krisenzeiten Kreditbanken und Industrie die Diskontierungspflicht der Notenbank als Konsequenz des Notenmonopols erklärt, während die Leiter der Zentralbanken diese Auffassung mit Entschiedenheit ablehnten. Allerdings enthält kein Bankgesetz die Diskontierungspflicht und es mag taktisch im Interesse vorsichtiger Zurückhaltung der Kreditbanken geboten sein, das Fehlen dieser formellen Pflicht in Zeiten starker Spekulation zu betonen. Aber die Pflichten der Notenbank gegenüber der Volkswirtschaft gehen über die Normen der Bankgesetze weit hinaus. Die Verweigerung der Abgabe von Zahlungsmitteln an das Ausland macht die Schuldzahlung unmöglich und ist geeignet den internationalen Kredit des Landes herabzusetzen und falls andere Zahlungsmittel nicht sofort herbeigeschafft werden können, ein Agio herbeizuführen. Die Verweigerung der Hergabe von Währungsgeld vor starken Zahlungstagen in Hochkonjunktur- oder Panikzeiten führt eine Situation herbei, die herkömmlicherweise als Geldkrise bezeichnet wird.

Man muß hier zwischen den wirklichen Ansichten der Notenbankleiter und den für die Oeffentlichkeit bestimmten Aeußerungen unterscheiden. Keine der Zentralbanken kann im Fall eines langdauernden wichtigen Krieges bei gleichzeitiger Absperrung der Auslandsmärkte an die Aufrechthaltung der für Friedenszeiten geltenden Deckungsbestimmungen denken, wenn sie alle Ansprüche nach Zirkulationsmitteln befriedigen soll — und eine reiche Fülle von Erfahrungen zeigt die Unbedenklichkeit der Suspension dieser Normen im Kriegsfall. Die innere Krise erfordert aber das gleiche Vorgehen. In der Literatur spielt die Suspension der Peelschen Bankakte eine große Rolle — meines Erachtens mit Unrecht. Gerade die Verschiedenheit der Deckungsvorschriften der einzelnen Notenbanken zeigt die relative Bedeutung dieser Begrenzung. Die Reichsbank soll ihre Deckung nicht unter 33⅓% sinken lassen — aber wenn sie einmal vorübergehend auf 30% fallen sollte, wäre das Unglück nicht eben groß. Für die Beurteilung des Auslands ist die absolute Höhe des Metallbestands und das Ver-

trauen in die Geschäftsführung der Bank von größerer Wichtigkeit als eine bestimmte Deckungsziffer und das eigene Land hat sich über die zeitweise Verletzung der Deckungsbestimmungen noch niemals beunruhigt. In unserer Zeit starker zeitlich konzentrierter Ansprüche an die Notenbank ist die starre Begrenzung der Notenemission eine schwere Fessel; die Notwendigkeit gerade in Tagen der Aufregung ein Gesetz zu suspendieren erhöht die Unruhe und es wäre zu erwägen, ob nicht den auf dem Kontinent unter staatlichem Einfluß stehenden Bankleitungen unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit der Unterschreitung der Notendeckung gegeben werden sollte. Das Eingreifen des Gesetzgebers ist überflüssig, da er in solchen Fällen in einer Zwangslage sich befindet. Der Mißbrauch der Suspensionsbestimmung in Belgien, dem einzigen Reich, dessen Bankgesetzgebung eine derartige Norm kennt, spricht nicht gegen die Einführung eines solchen Suspensionsrechts, sondern nur für die Schaffung besonderer Vorsichtsmaßnahmen bei seiner Anwendung.

Manche Statistiker haben die Ansprüche, die sich in Krisenzeiten an die Notenbank wenden könnten, zusammengerechnet und ihren Zweifel an der Möglichkeit der Erfüllung aller Verpflichtungen ausgesprochen; in der Oeffentlichkeit ist die Anschauung weit verbreitet, daß die Zentralbanken bei Zusammenbruch des Scheckzahlungssystems selbst zugrunde gehen müßten. Diese Ansichten sind völlig haltlos: Das starke Anwachsen der Depositen hat in Paniken nur die eine Wirkung, die Einführung des Zwangskurses zu beschleunigen. Die Notenbank wird mit dem Zwangskurs nur so lange warten dürfen als der ihr nach Deckung des Thesaurierungsbedarf verbleibende Metallbetrag zur Bestreitung der Auslandserfordernisse hinreicht; und diese Grenze ist derzeit bei einer im Verhältnis zu den Gesamtdepositen geringen Quote von Thesaurierungen erreicht. Nach Einführung des Zwangskurses ist es aber gleichgiltig, ob die Zentralbank die Notenemission verdoppeln oder verzehnfachen muß. Darum bedeutet der Kriegsbedarf im Lande für die Notenbank geringere Schwierigkeit als eine Panik in Friedenszeiten: denn in diesem Fall muß die Notenbank im Interesse der Aufrechthaltung des internationalen Kredits die Einführung des Zwangskurses soweit als möglich hinauszuschieben trachten.

Weit größere Anforderungen als der innere Verkehr stellt im Krieg und bei Paniken, die das Vertrauen des Auslands mindern, der Geldbedarf für auswärtige Zahlungszwecke. Zwar ist die Höhe der Goldansprüche des Auslands ungleich geringer als jener aus dem innern Verkehr: die Einleger in Deutschland haben zum Beispiel Forderungen

von rund dreißig Milliarden Mark zu erheben, die prinzipiell entweder sofort oder in kurzer Kündigungsfrist geltend gemacht werden können; die deutsche Schuldbilanz gegenüber dem Ausland beträgt nicht viel über ein Drittel, verteilt sich auf das ganze Jahr und erfordert wegen der Möglichkeit der Kompensation mit Aktivposten der Zahlungsbilanz selbst im ungünstigsten Fall nur zu einer Quote Goldzahlung. Aber diese Quote muß in Gold bezahlt werden, das Abschneiden der Ansprüche, das der Zwangskurs im innern Verkehr herbeiführt, ist hier ohne dauernde Schädigung des Kredits des Landes nicht möglich. Eine Erschütterung des Vertrauens des Auslands im Frieden, eine Krise im Gläubigerland, ein Abbruch der wirtschaftlichen Beziehungen aus politischen Ursachen äußert auf die Handelsbilanz für das gefährdete Land erfahrungsgemäß keine ungünstige Wirkung, da die Einfuhr sich eher senkt, die Ausfuhr steigt; ebensowenig werden Schiffahrts- und Reiseverkehr berührt. Dagegen wird der Kredit- und Kapitalverkehr beeinflußt. Das Ausland zieht Warenforderungen schneller ein, lehnt die Erneuerung kurzfälliger Gelder bei Fälligkeit ab, übernimmt nicht mehr neue Renten und Aktien des bedrohten Landes und verkauft einen Teil der Effekten des Landes, die es in ruhigeren Zeiten übernommen hatte. Die Wirkung dieser Vorgänge hängt von dem Umfang der Lösung der Kreditverhältnisse und dem Maß der Beziehungen zum Ausland ab: Mitunter mag ein anderes Land Kredit eröffnen; Gegenforderungen an das Ausland können rascher als sonst gekündigt und auf allen anderen erwähnten Gebieten können Gegenmaßnahmen getroffen werden. Allerdings wird der inländische Besitzer auswärtiger Effekten in Zeiten, in denen er den Kreditverhältnissen des eigenen Landes nicht traut, gerade solche Werte abzustoßen Bedenken tragen, zumal wenn er nicht selbst dem Ausland verschuldet ist. Während das Ausland bei Vertrauensminderung einen großen Teil seiner Forderungen sofort fällig stellt, ist die analoge zeitliche Konzentration der Gegenforderungen nur bei gegenseitiger Vertrauensminderung durchführbar. Aus der Aufstellung der beeinflußbaren Aktiva ist sofort die ungleich stärkere Wirkung auf Schuldnerreiche ersichtlich: England und Deutschland können auch ohne raschen Effektenverkauf lediglich durch rasche Einziehung seiner kurzfristigen Forderungen und Einstellung der Uebernahme weiterer auswärtiger Anleihen dem Abbruch wirtschaftlicher Beziehungen begegnen; ein Schuldnerstaat hat nicht schnell wirkende Abwehrmittel, Forcierung der Ausfuhr ist nur in begrenztem Umfange möglich und die Besitzer auswärtiger Werte sind nicht leicht zu finden und noch schwerer zu einem Verkauf ihres Eigentums bei ungünstigen Kursen zu veranlassen.

Im Krieg tritt zu den genannten Vorgängen noch der Einfluß auf Handelsbilanz, Schiffahrt und Reiseverkehr hinzu. Das Mißtrauen des Auslands ist bis zu entscheidenden Siegen allgemein. Es hängt von der wirtschaftlichen Entwicklung des Landes ab, in welcher Weise sich die Zahlungsbilanz ändert. Großbritannien wird seine Fabrikatenausfuhr stärker heruntergleiten sehen als seine Einfuhr, die aus Rohstoffen und Lebensmitteln besteht; die Frachteneinnahme seiner Schiffe wird sinken, aber auch die Ausgaben für Auslandsreisen sich vermindern. Ein Agrarland dagegen wie Rumänien oder Brasilien kann nach Abstoßung seiner Ernte den Import an nicht unbedingt nötigen Produkten einschränken und dadurch die Handelsbilanz entscheidend verbessern.

Das Maß des in Panik- oder Kriegszeiten für Auslandszwecke benötigten Goldes müßte auf Grund einer sorgsam geführten Zahlungsbilanzstatistik abgeschätzt werden. Starke Gläubigerreiche benötigen infolge der raschen Konzentrierbarkeit ihrer Aktivforderungen eine viel niedrigere Quote ihrer Zahlungsbilanz in Gold als Schuldnerstaaten, bei denen ein hoher konzentrierter Goldbestand auch die Anleihenbeschaffung im Ausland erleichtern soll.

Die Anhäufung eines großen Goldbestandes hat die Bankpolitik Frankreichs und Rußlands in den letzten Jahrzehnten charakterisiert. Die Bank von Frankreich, die vor 50 Jahren sich den Vorwurf der schlechtesten Notendeckung hatte gefallen lassen müssen — bei 813 Millionen Fcs. Notenumlauf war ihr Metallbestand auf 169 Millionen gesunken — hatte 1914 einen Goldvorrat von über vier Milliarden Fcs. Im Notfall kann Frankreich freilich nicht auf Eingänge aus seinen auswärtigen Anlagen durchaus rechnen, aber der Betrag von über 4 Milliarden scheint auch einem Höchstmaß an Zahlungen dem Ausland gegenüber zu hoch gegriffen zu sein. Stärkung des internationalen Kredits Frankreichs war in normalen Zeiten nicht nötig, da ja Frankreich Gläubiger des Auslandes ist, und im Krieg achtet das unbeteiligte Ausland mehr auf die militärische Lage als auf den Goldbestand der Bank. Begründeter war der künstlich aufgebaute große Goldbestand der russischen Staatsbank, da Rußland schwankende, im Krieg versagende Aktivposten der Zahlungsbilanz, dagegen durch seine großen Schuldverpflichtungen dauernde Passivposten besitzt.

Seit geraumer Zeit wird über gegenseitige Hilfleistung der Notenbanken diskutiert. Sie kommt nur in Friedenszeiten in Frage. Man denkt dabei gewöhnlich an die oft erwähnten Hilfeleistungen der Bank von Frankreich an die Bank von England, zuletzt in der Zeit der Amerikakrise. Diese Intervention war aber nicht infolge einer Notlage

der Bank von England, sondern lediglich zur Vermeidung der Suspension der Peelsakte nötig. Die Bank von England hatte ihre Noten zur Zeit der Intervention bedeutend besser gedeckt als die Bank von Frankreich, und die Notwendigkeit einer internationalen Transaktion lediglich zur Schonung eines uralten Prinzips kann man als Schrulle bezeichnen. In Epochen politischer Ruhe wäre ein Rediskontverkehr zwischen den Notenbanken wohl nicht so selten wie in den letzten Jahren. Diese Kreditgewährung ist aber sowohl der Zeit wie dem Betrag nach beschränkt, kann bei umfassenden Paniken nicht wirksam angewendet werden und ist namentlich bei beabsichtigter Einführung des Zwangskurses ausgeschlossen. Eine Gegenüberstellung der Vorschläge, die in der Hochblüte des Liberalismus gemacht wurden — Errichtung von Filialen der Notenbanken im Ausland, damit dort die Noten zirkulieren könnten, gegenseitige Verständigung über die Bankrate — gegenüber den schüchternen Anregungen der Gegenwart wegen Herbeiführung eines internationalen Giroverkehrs zeigen deutlich die Entwicklung zur nationalen Abschließung, in der sich das Notenbankwesen befindet.

32. Die wichtigsten Bestimmungen der Notenbankgesetze. Ein internationaler Vergleich.

Auf die Organisation und Geschäftstätigkeit der Notenbanken hat die Gesetzgebung entscheidenden Einfluß genommen. Die folgende Uebersicht vergleicht die Normen bei den für den internationalen Verkehr wichtigsten Instituten:

a) Gründungszeit und Konzession:

Reichsbank: Seit 1. Januar 1876 (aus der Preußischen Bank hervorgegangen). Notenprivileg durch Bankgesetz vom 14. März 1875. Das Reich kann die Konzession am 1. Januar 1922 nach vorangegangener einjähriger Kündigung aufheben. Das Reich ist berechtigt von zehn zu zehn Jahren die Reichsbank einzulösen durch Erwerb der Anteil zum Nennwert zuzüglich der Reserven. — Neben der Reichsbank haben vier Notenbanken lokaler Art ein sehr eingeschränktes Emissionsrecht.

Bank von England: Gegründet 1694. Notenprivileg seit 1855 ohne bestimmte zeitliche Begrenzung, kann jedoch mit einjähriger Frist gekündigt werden. Seit 1870 wurde die Dauer des Privilegs von der Rückzahlung der Schuld des Staates an die Bank (11.015.000 £). abhängig gemacht. — Notenprivileg gilt nur für England, Notenausgabe

der vor 1844 gegründeten Lokalbanken findet nur in verschwindend geringem Umfang statt.

Bank von Frankreich: Gegründet 18. Januar 1800. Notenprivileg für Paris seit 1806, für die Orte, an denen sie Filialen hielt, seit 1810, für Frankreich seit 1848. Letzte Privilegserteilung 1897 mit Giltigkeit bis 31. Dezember 1920. Das Privileg konnte 1911 gekündigt werden, hievon wurde kein Gebrauch gemacht, das Recht aber zur Erlangung von Abänderungen des Gesetzes benützt.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Gegründet 1816. Der dualistischen Verfassung entsprechend organisiert seit 1878. Notenprivileg bis 31. Dezember 1917. Zwei Jahre vor Ablauf der Frist hat die Generalversammlung um Erneuerung des Rechts nachzusuchen. Oesterreich und Ungarn haben ein Uebernahmsrecht zum Bilanzwert nach Abtrennung der Hypothekarabteilung.

Russische Staatsbank: Gegründet 31. Mai 1860. Staatsbank, Notenprivileg ohne zeitliche Begrenzung.

Banca d'Italia: Gegründet 1893. Hat Notenausgaberecht bis 31. Dezember 1923. Neben ihr haben die Bank von Neapel und die Bank von Sizilien beschränktes Notenausgaberecht.

Bundesreservebanken der Vereinigten Staaten: Gegründet durch Gesetz vom 23. Dezember 1913. Es dürfen in der Union höchstens zwölf Banken errichtet werden, von denen jede in ihrem Distrikt das Monopol der Notenausgabe hat. Dauer der Banken zwanzig Jahre, sofern sie nicht früher durch Gesetz aufgelöst werden.

b) Verfassung der Bank.

Rechte der Aktionäre.

Reichsbank: Die Anteilseigner bilden die Generalversammlung und wählen einen ständigen Zentralausschuß aus 15 Mitgliedern, dessen Vorsitz der Präsident des Direktoriums ehrenamtlich führt. Spezielle Kontrole wird durch drei Deputierte geübt. Bei jeder Reichsbankhauptstelle, an der eine größere Zahl von Anteilseignern ihren Wohnsitz hat, ist ein Bezirksausschuß zu bilden, dessen Mitglieder der Reichskanzler aus den vom Bankkommissar und Zentralausschuß aufgestellten Vorschlagslisten wählt.

Bank von England: Die Aktionäre wählen die Bankleitung, 24 Verwaltungsräte (directors), die aus ihrer Mitte den Gouverneur und Vizegouverneur wählen. De facto werden die von der bisherigen Ver-

waltung bezeichneten Verwaltungsräte gewählt und aus ihrer Mitte im Turnus der Gouverneur entnommen.

Bank von Frankreich: Die Generalversammlung wird von den Aktionären französischer Staatsbürgerschaft gebildet. Sie wählt 15 Regents und die Zensoren. Die Leitung der Bank bildet der Conseil général, bestehend aus dem von der Regierung ernannten Gouverneur, den Regents und Zensoren. Die Mitglieder müssen in Paris wohnen, fünf Regents und drei Zensoren müssen Industrielle und Kaufleute, drei Regents „Receveurs generaux" (Provinzbeamte der Steuerverwaltung) sein. Verschiedene Sonderausschüsse.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Generalversammlung in Wien oder Budapest je nach Mehrheit der Aktionäre, teilnahmsberechtigt nur österreichische oder ungarische Staatsbürger; sie wählt zwölf Mitglieder in den Generalrat und die Rechnungsrevisoren, und zwar in den Generalrat sechs österreichische und sechs ungarische Staatsbürger, die der Verwaltung eines anderen Bank- oder Hypotheken-instituts nicht angehören dürfen und deren Wahl der Bestätigung durch den Kaiser unterliegt. Der (vom Kaiser ernannte) Gouverneur, der österreichische und ungarische Vizegouverneur, deren Stellvertreter und die zwölf gewählten Mitglieder bilden den Generalrat.

Banca d'Italia: Bei jedem Hauptkontor besteht ein consiglio di reggenza aus den Aktionären. Der Oberrat der Bank wird teils aus den Lokalausschüssen, teils aus der Generalversammlung gewählt.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Die Aktionärbanken wählen drei von den neun Mitgliedern des Verwaltungsrats der Reservebank.

Rechte des Staates.

Reichsbank: Die Aufsicht über die Reichsbank wird durch ein Kuratorium geübt, welches aus dem Reichskanzler als Vorsitzendem und vier Mitgliedern besteht, von denen eines vom Kaiser, drei vom Bundesrat ernannt werden. Das Reichsbankdirektorium, die verwaltende und ausführende Behörde, wird von der Reichsregierung ernannt. Die Beamten haben Rechte und Pflichten von Reichsbeamten, die Rechnungen der Reichsbank unterliegen der Revision durch den Rechnungshof. An jeder Hauptstelle hat ein kaiserlicher Bankkommissar die Aufsicht zu üben.

Bank von England: Die Commission of stamps and taxes übt die Kontrole der Notenemission; eine andere Einflußnahme des Staates besteht nicht.

Bank von Frankreich: Der von der Regierung ernannte Gouverneur hat die Oberleitung aller Geschäfte; er muß täglich in der Bank anwesend sein, darf kein Mandat in einer gesetzgebenden Körperschaft annehmen.

Oesterreichisch-ungarische Bank: Der Gouverneur wird auf Vorschlag der Finanzminister vom Kaiser ernannt; er führt den Vorsitz im Generalrat und hat gegen dessen Beschlüsse ein Vetorecht. Er übt im Namen des Generalrats die dauernde Ueberwachung der Vermögensverwaltung und des Geschäftsbetriebs aus, falls der Generalrat nicht andere Einrichtungen hiezu getroffen hat. Jede der beiden Regierungen ernennt einen Kommissar, der den Sitzungen des Generalrats mit beratender Stimme anwohnt, Einsicht in die Geschäftsführung nehmen kann und gegen Beschlüsse Einspruch erhebt, welche im Widerspruch zu den Gesetzen, Statuten oder Staatsinteressen stehen. Ueber seinen Einspruch entscheidet der Generalrat, eventuell, wenn mit der Regierung keine Einigung möglich ist, ein Schiedsgericht; steht Wahrung des Staatsinteresses in Frage, so entscheidet die Regierung.

Russische Staatsbank: Gouverneur, Sousgouverneur und die Mitglieder des Conseil (dem der Direktor der Kreditkanzlei und ein Rechnungshofbeamter angehören) werden von der Regierung ernannt. Die Bank unterliegt der Staatskontrole.

Banca d'Italia: Generaldirektor und Generalvizedirektor werden von der Regierung bestätigt. Die Aufsicht führt eine ständige Kommission im Finanzministerium. Ein Regierungskommissar ist in der Generalversammlung und in den Sitzungen des Oberrats anwesend und hat ein Vetorecht gegen die Beschlüsse, kontrolliert den Zahlungsdienst für den Staat und das Auslandsportefeuille.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Der Bundesreserverat, bestehend aus 7 Mitgliedern (Schatzsekretär, Kontrolor der Währung und fünf vom Präsidenten ernannten Mitgliedern, unter Vorsitz des Schatzsekretärs) ernennt drei von den neun Verwaltungsräten jeder Reservebank; prüft die Bücher der Reservebanken, gestattet und verlangt Rediskontierung der Reservebanken untereinander und bestimmt dafür die Zinssätze, kann bei den Reservebanken Abschreibungen verlangen, jeden Verwaltungsrat oder Beamten der Reservebanken entlassen; übt überhaupt über die Reservebanken Aufsicht. Kann die Golddeckungsmindestgrenze unter bestimmten Voraussetzungen suspendieren.

c) Sicherung der Unabhängigkeit gegenüber dem Staat.

Reichsbank: Geschäfte mit dem Reich und den Bundesstaaten dürfen nur innerhalb der Grenzen von Gesetz und Statut gemacht werden, müssen zuvor zur Kenntnis der Deputierten gebracht werden und auf Antrag eines einzigen von ihnen dem Zentralausschuß vorgelegt werden.

Oesterreich-Ungarn: Zum Diskont von Staatswechseln ist Sitzungsbeschluß des Generalrats erforderlich. Die Bank darf — von Kassa- und Kommissionsgeschäften abgesehen — mit dem Staat Geschäfte nur soweit eingehen als nicht Darlehens- oder Kreditgewährung damit verbunden ist.

d) Aktienkapital und Reserven.

Reichsbank: Seit 1899 180 Millionen Mk. Anteilskapital. Von dem Gewinn über 3½% sind 20% der Reserve zuzuführen, bis sie 60 Millionen Mk. erreicht.

Bank von England: Aktienkapital 14.553.000 £; im letzten Jahrhundert nur infolge Fusionen mit Provinznotenbanken erhöht.

Bank von Frankreich: Aktienkapital seit 1857 182.5 Millionen Fcs. Reserve zur Ergänzung der Dividende auf sechs Prozent. Der Reserve ist 1/20 des Jahresgewinns zuzuführen, übersteigt der Reingewinn 5% des Kapitals, so werden aus dem Ueberschuß noch 20% herangezogen.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Aktienkapital seit 1899 210 Millionen Kronen. 1/10 hievon haftet für die Pfandbriefemission. Reservedotierung bei über 4% Dividende, bis 20% des Kapitals erreicht sind. Reserve darf nicht unter 10% des Kapitals sinken.

Banca d'Italia: Aktienkapital 180 (Nominal 240) Millionen Lire. Reservedotierung bis zu 20% des Kapitals. Die Reserve wird in Staatspapieren angelegt.

Russische Staatsbank: Dotationsfonds 50 Millionen Rubel.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Jede Nationalbank ist verpflichtet, jede andere amerikanische Bank berechtigt sich am Aktienkapital der Reservebank mit 6% ihres Eigenkapitals zu beteiligen. Durch Neuhinzutritt von Mitgliedsbanken oder Kapitalerhöhung derselben wird das Kapital erhöht. Die Hälfte des nach Entrichtung von 6% Dividende verbleibenden Reingewinns ist der Reserve zuzuführen, bis diese 40% des eingezahlten Aktienkapitals erreicht.

e) Annahme fremder Gelder.

Unverzinsliche fremde Gelder dürfen alle Notenbanken annehmen. Bestimmungen über verzinsliche fremde Gelder gelten für die Reichsbank und die banca d'Italia.

Reichsbank: Die Summe der verzinslichen Gelder darf die Höhe des Eigenkapitals nicht übersteigen.

Banca d'Italia: Der Zins für verzinsliche Depositen darf nicht höher sein als ein Drittel des Diskonts. Uebersteigen die verzinslichen Depositen den Betrag von 130 Millionen Lire, so ist der Notenumlauf zu verringern.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Annahme von Depositen nur von der Bundesregierung und den Mitgliedsbanken gestattet.

f) Die Gewährung von Wechselkredit.

Reichsbank: Berechtigt zur Diskontierung von Dreimonatswechseln mit zwei Unterschriften, ferner von Schuldversprechen deutscher öffentlichrechtlicher Körperschaften mit dreimonatlicher Fälligkeit.

Bank von Frankreich: Berechtigt zur Diskontierung von Dreimonatswechseln mit drei Unterschriften oder mit zwei Unterschriften und mit Garantie von lombardfähigen Effekten oder Warrants; die Deckung braucht nicht vollständig zu sein. Die Wechsel müssen kommerziellen Ursprungs sein. Seit 1911 ist auch der Diskont von Wechseln zulässig, die in den Kolonien und im Ausland zahlbar sind.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Diskont von Dreimonatwechseln mit zwei Unterschriften, ferner Diskont von Warrants und Kupons.

Banca d'Italia: Diskont von Viermonatswechseln mit zwei Unterschriften, ferner von Staatsschatzscheinen, Warrants, Kupons und lombardfähigen Kreditpapieren.

Russische Staatsbank: Diskont von Wechseln mit zwei Unterschriften mit sechs-, in manchen Teilen des Reichs mit zwölfmonatlicher Laufzeit. Der Finanzminister kann Aufschub der Zahlung des Wechsels bei genügender Sicherstellung bewilligen.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Diskont von kaufmännischen oder landwirtschaftlichen Solawechseln oder Tratten mit Giro einer Mitgliederbank mit 90 Tage Laufzeit; bis zu einer vom Bundesreserverat festzusetzenden Quote des Aktienkapitals

der Bank dürfen landwirtschaftliche Wechsel mit sechsmonatlicher Laufzeit diskontiert werden.

g) Lombardkredite.

Reichsbank: Für drei Monate auf Gold und Silber; auf Schuldverschreibungen einer inländischen öffentlichrechtlichen Körperschaft, deutsche Pfandbriefe und Kommunalobligationen bis zu 75% des Kurswertes; auf zinstragende Schuldversprechen nicht deutscher Städte und staatlich garantierte ausländische Privatobligationen bis zu 50% des Kurswertes; auf Wechsel mit Abrechnung von mindestens 5%; gegen Verpfändung im Inland lagernder Kaufmannswaren bis ⅔ des Wertes.

Bank von Frankreich: Auf die Rentenwerte der öffentlichrechtlichen Körperschaften Frankreichs und bestimmten Kolonien, Aktien und Obligationen französischer Eisenbahnen, Obligationen des Crédit foncier. Höhe der Belehnung bestimmt der Conseil général.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Auf drei Monate gegen Gold und Silber; gegen mündelsichere einheimische Effekten bis zu 75% des Kurswerts; gegen Wechsel auf ausländische Plätze und gegen inländische Wechsel, auch wenn sie nicht auf Kronen lauten, mit sechsmonatlicher Laufzeit.

Banca d'Italia: Auf Schatzscheine bis zwei Jahre, auf Gold und Silber, auf staatliche oder staatlich garantierte Renten, Schuldverschreibungen der Grundkreditanstalten, in Gold zahlbare, von Auslandsstaaten ausgegebene Effekten und Warrants für vier bis sechs Monate in Höhe von 50 bis 100% des Wertes.

Russische Staatsbank: Darlehen auf inländische Waren bis zu neun Monaten, auf Warrants, auf Konossements bis zu drei Monaten und bis 66⅔% des Werts, auf Ladescheine bis 80%. Sechsmonatliche Darlehen auf Staatspapiere bis 90%, Pfandbriefe bis 80, sonstige inländische Obligationen bis 75% des Wertes.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Kein Lombardkredit.

h) Effektenkauf.

Reichsbank: Ankauf deutscher Schuldverschreibungen ist gestattet.

Banca d'Italia: Freie Mittel können bis zu 75% in Effekten angelegt werden.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Ge-

stattet ist der Ankauf von Staatswechseln oder Schatzscheinen einer öffentlichrechtlichen Körperschaft mit sechsmonatlicher Laufzeit.

i) Anlagekredite.

Russische Staatsbank: Darf auch Wechsel diskontieren, die für Zwecke künftiger kommerzieller oder industrieller Unternehmungen bestimmt sind. Sie darf ferner Industriekredite mit alleiniger Unterschrift des Schuldners gewähren, wenn diese durch Hypothek, Verpfändung von landwirtschaftlichem oder industriellem Inventar, durch Bürgschaft oder anderswie sichergestellt sind. Kredite im Gesamtbetrag bis zu 300 Millionen Rubel kann sie auch ohne Sicherstellung bewilligen. Sie kann ferner auf drei Jahre Inventardarleihen erteilen, wenn das Inventar der Fabrik russischen Ursprungs ist, höchstens bis zur Hälfte des Inventarwerts und bis zu ³/₄ des Betriebskapitals; der Kredit für eine Industrieunternehmung darf 500.000 Rubel nicht überschreiten. Sie darf auch städtischen Kredit und Anlagekredit an Bauern und Handwerker erteilen, langfristige Produktionsdarlehen an Kleingewerbetreibende bis zu 600 Rubel pro Kopf.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Investitionswechsel sind vom Diskont ausgeschlossen.

k) Diskontbestimmungen.

Reichsbank: Die Reichsbank darf nicht unter Banksatz diskontieren, sobald dieser 4% erreicht oder überschreitet. Wenn sie unter Banksatz diskontiert, hat sie dies bekanntzumachen. (Seit 1897 wurde nicht mehr unter Banksatz diskontiert). Das Diskontrecht der andern Notenbanken ist eingeschränkt.

Bank von Frankreich: Ueberall in Frankreich hat die gleiche Bankrate zu gelten.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Die Diskontierung hat „in der Regel nur" zu dem vom Generalrat einheitlich festgesetzten Zins zu geschehen. Ausnahmen sind nur auf Generalratsbeschluß zulässig (nach Anhörung der Interessenkorporationen).

Banca d' Italia: Der Diskontsatz kann mit Regierungsgenehmigung verändert werden, die Regierung kann auch Veränderung verlangen. Der Diskont muß gleichmäßig sein, jedoch sind Ermäßigungen bis zu einem Prozent gestattet für Darlehen gegen Wechsel von Volksbanken und Agrarkreditanstalten, bei Diskont von Warrants für Seide und Schwefel bis zu einem Höchstbetrag. Wenn die Noten-

ausgabe die Maximalgrenze nicht überschreitet, dürfen Wechsel von Handelsfirmen und Bankhäusern ersten Ranges unter Banksatz, aber nicht unter 3% genommen werden. Erneuerung solcher Wechsel ist verboten.

Russische Staatsbank: Der Diskont kann für verschiedene Geschäftsarten und für verschiedene Plätze individuell bestimmt werden.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Die Diskontbestimmung unterliegt der Bestimmung des Bundesreserverats; der Diskont muß für alle Wechsel gleichmäßig sein. Bei Bemessung der Diskontrate ist die Förderung von Handel und Industrie anzustreben. Der Betrag der Notensteuer ist der Diskontrate zuzurechnen.

l) Ankauf ausländischer Zahlungsmittel.

Reichsbank: Ankauf von Auslandswechseln und -schecks, aber nicht von -noten.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Ankauf von Auslandswechseln, -schecks und -noten, Abgabe von Schecks und Anweisungen auf das Ausland, Besorgung von Incassi im Ausland, Haltung von Guthaben im Ausland, die zur Führung dieser Geschäftszweige erforderlich sind.

Banca d' Italia: Ankauf von Devisen und Bankanweisungen. Anweisungen auf das Ausland anzukaufen ist nur soweit erlaubt, als dies zur Sammlung der Reserve und für Staatsschatzoperationen nötig ist; für darüber hinausgehende Beträge sowie für Guthaben im Ausland ist Genehmigung der Regierung, die auch die Grenzen festsetzt, erforderlich. Vom Ausland können auf die Bank fünfzehntägige Schecks und Anweisungen gezogen werden. Die Bank kann den Einlegern Depotscheine (vaglia) ausstellen.

Russische Staatsbank: Ziehung auf auswärtige Korrespondenten, Kauf von Devisen, Lieferung von Anweisungen und Kreditbriefen, Besorgung des Incassodienstes.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Ankauf von Auslandswechseln mit Giro einer Mitgliedsbank, jedoch ist von einer Bank regulär nur ein Betrag zu rediskontieren, der 10% des Eigenkapitals dieser Bank nicht übersteigt. Die Reservebanken können aus Im- und Exportgeschäften sechsmonatlich bezogen werden, doch darf der Gesamtumlauf von Akzepten die Hälfte des Eigenkapitals der Bank nicht übersteigen. Haltung von Guthaben im Ausland.

m) Notendeckung; Notensteuer.

Reichsbank: 1/3 des Notenumlaufs muß durch Metall und Reichskassenscheine, 2/3 durch Wechsel gedeckt sein.

Von dem Betrag, von welchem der Notenumlauf die Summe von Metall, Reichskassenscheinen und Noten anderer Banken um 550, an den Quartalsschlüssen um 750 Millionen Mark übersteigt, ist eine fünfprozentige Notensteuer zu entrichten.

Bank von England: Ungedeckte Noten dürfen im Höchstbetrag von 17.2 Millionen Pfund ausgegeben werden. Im übrigen metallische Deckung vorgeschrieben.

Bank von Frankreich: Noten müssen metallisch und bankmäßig gedeckt sein. Höchstbetrag des Notenumlaufs bis zu Kriegsbeginn 6800 Millionen Francs.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: 40% des Notenumlaufs muß durch Metall, der Rest bankmäßig gedeckt sein. Devisen bis 60 Millionen Kronen sind in den Barbestand einzurechnen.

Von dem Betrag, um welchen der Notenumlauf den Barvorrat zuzüglich 600 Millionen Kronen übersteigt, ist eine fünfprozentige Notensteuer zu entrichten.

Banca d' Italia: Noten und Depositen auf Sicht sind zu 40% bar zu decken. Die Bardeckung hat zu 3/4 aus Gold, zu 1/4 aus Silber zu bestehen. In die Bardeckung dürfen Devisen, ausländische Schatzscheine und Guthaben im Ausland eingerechnet werden. Die Summe dieser Beträge darf 11% der ganzen Metalldeckung nicht übersteigen, die Guthaben bei Auslandsbanken nicht 3½% des gesetzlichen Notenkontingents. Das Notenkontingent beträgt 660 Millionen Lire. Bei Ueberschreitung dieses Kontingents (sofern die Noten nicht voll gedeckt sind) um 50 Millionen Lire ist eine Notensteuer von 1/3, bei 50 bis 100 Millionen von 2/3 des Diskonts, bei über 100 bis 150 Millionen der volle Diskont, bei über 150 Millionen 7½% zu entrichten; ferner ist eine Notensteuer von 7½% zu zahlen, wenn die nicht bar gedeckte Notenausgabe 40% beträgt.

Russische Staatsbank: Bei Notenumlauf bis 600 Millionen Rubel ist 50% Golddeckung vorgeschrieben. Bei Notenumlauf über 600 Millionen ist Volldeckung vorgesehen. Auslandsguthaben sind dem Metallbestand nicht zuzurechnen.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: 40% Golddeckung für Noten, 35% Golddeckung für Depositen. Sinkt die

Goldreserve unter 40%, so ist eine Steuer bis 1% pro anno zu zahlen, bis die Reserve auf 32½% sinkt; sinkt sie unter 32½%, so ist . . . ,

n) Gewinnverteilung.

Reichsbank: 3½% Dividende, vom Mehrertrag 20% in die Reserve, bis sie 60 Millionen Mark erreicht (die Reserve dient auch zur Ergänzung der Dividende auf 3½%); vom Ueberschuß ¼ an die Anteilseigner, ¾ an das Reich.

Bank von Frankreich: Vom Zinsgewinn bei einem Diskont von 3½% gehört $^1/_7$, bei über 4% $^1/_6$, bei über 5% ¾, bei über 6% alles dem Staat.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: 4% Dividende, vom Rest 10% in den Reserve- und 2% in den Pensionsfonds, der Rest je zur Hälfte an Aktionäre und Staat, bis eine 6% Dividende erreicht ist, dann ⅓ an die Aktionäre und ⅔ an den Staat bis zur Erreichung einer 7% Dividende und vom Rest ¼ an die Aktionäre, ¾ an den Staat. Reservefonds kann zur Ergänzung der Dividende auf 4% herangezogen werden.

Banca d'Italia: ⅓ des Reingewinns, welcher 5% des Kapitals übersteigt und nicht über 6% hinausgeht, ferner die Hälfte des Reingewinns über 6% fällt an den Staat.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Zunächst 6% Dividende an die Aktionäre. Bei Nichtvollzahlung in einem Jahre ist in den folgenden Nachzahlungen auf 6% zu leisten. Vom darüber hinausgehenden Gewinn die Hälfte an den Reservefonds, die Hälfte an den Staat; der Staat hat dieses Einkommen entweder zur Erhöhung der Goldreserve oder zur Schuldentilgung zu verwenden.

o) Sonstige Leistungen an den Staat.

Reichsbank: Verpflichtung unentgeltlich für Rechnung von Reich und Bundesstaaten Zahlungen anzunehmen und bis zur Höhe der Guthaben Zahlungen zu leisten.

Bank von England: Besorgung des staatlichen Kassendienstes, Verwaltung der Staatsschulden (gegen gesetzlich normierte Entschädigung).

Vom Aktienkapital sind 11.015.000 £ dem Staate geliehen.

Bank von Frankreich: Zahlt unentgeltlich die Rentenkupons in Paris und den Filialen, ist unentgeltlich Rentenemissionsstelle. Zahlt für das Notenrecht jährlich einen Betrag, der sich aus dem Produkt

aus der produktiven Zirkulation mit ⅛ ergibt, mindestens 2 Millionen Fcs. Hat dem Staat seit 1857 60 Milionen Fcs., ursprünglich zu 3%, seit 1897 zinslos, seit 1878 weitere 80 Millionen, zu 1%, seit 1897 zinslos, 40 Millionen seit 1896 und 20 Millionen seit 1911 zinslos bis 1920 geliehen.

Oesterreichisch-Ungarische Bank: Zahlungsverpflichtung wie die Reichsbank. Hat dem Staat für die Dauer ihres Privilegs 60 Millionen Kr. geliehen.

Banca d'Italia: Muß gegen Hinterlegung von Staatsrenten oder Schatzscheinen dem Staat Gold zu 1½% bis zum Höchstbetrag von 115 Millionen Lire leihen.

Reservebanken der Vereinigten Staaten: Können mit dem Kassendienst des Bundes betraut werden.

33. Uebersicht über die Bestimmungen der Notenbankgesetzgebung.

Das System der Monopolnotenbank herrscht in fast allen Kulturstaaten. Die Vereinigten Staaten bilden nur insofern eine Ausnahme, als sie nach der neuen Bankgesetzgebung über elf Institute verfügen, die aber in ihrem Territorium das alleinige Notenausgaberecht besitzen. In England, Deutschland und Italien sind aus historischen Gründen neben der Zentralbank andre Notenbanken belassen worden, die aber in ihrer Notenausgabe streng begrenzt sind. Die englischen Institute, durchwegs Kleinbanken in der Provinz mit einem Gesamtnotenumlauf von nur 170.000 £, kommen für den Geldverkehr des Landes nicht in Betracht; das Verschwinden dieser Reste aus der alten Dezentralisationszeit ist nur eine Frage kurzer Jahre. In Deutschland sind die bayrische, württembergische, badische und sächsische Notenbank in ihrer Notenemission und Diskontfestsetzung eng eingeschränkt; der gesamte Notenumlauf der vier Institute betrug zu Ende 1913 kaum 9% jenes der Reichsbank. Von den italienischen Instituten hat die banca di Sicilia nur lokalen Charakter, der banco di Napoli dagegen ist eine ansehnliche Bank geblieben, allerdings mit wesentlich geringerer Höchstgrenze des ungedeckten Notenumlaufs als die banca d'Italia, im übrigen aber ohne Einschränkung ihres Wirkungskreises. Dezentralisiertes Notenbankwesen besteht außer in einigen englischen Kolonien (Kanada) nur in Schottland, wo seit altersher neun mit einander in Kartellverhältnis stehende Institute Noten ausgeben, doch hat diese Organisation infolge der Währungsgemeinschaft mit England, der Giroverbindung der schottischen Banken mit der Bank von England

und der Konzentrierung der Auslandszahlungen für das Vereinigte Königreich in London nur in zweifacher Richtung praktische Bedeutung: wegen der Ausgabe kleiner Noten im Gegensatz zum englischen Brauch und wegen der durch die Notenemission gebotenen Möglichkeit der Errichtung von Zweiganstalten auch in kleinen Orten, in denen wenig Einlagen zu erwarten sind. Noch immer reicht unter allen Ländern die Organisation des Bankwesens am weitesten in Schottland in die Dörfer hinein; aber seit der Ausbreitung der Depositenkassen der Kreditbanken sind die Vereinigten Staaten, England und Frankreich Schottland schon ziemlich nahe gekommen und dieser ehedem so sehr gerühmte Vorzug der Notendezentralisation hat mit dem starken Zuströmen billiger Einlagen an Bedeutung verloren. Für die heutige schottische Bankverfassung ist, so paradox dies auch klingen mag, nicht die Notenfreiheit, sondern gerade das Monopol charakteristisch: die Unmöglichkeit der Konkurrenz für andere Banken gibt den konzessionierten Noteninstituten seit Generationen das ausschließliche Recht zum Betrieb aller Kreditbankgeschäfte. —

Die Notenbank ist in jedem Wirtschaftsgebiet die stärkste Kreditinstitution, ihre Ausschaltung aus dem Zahlungs- und Kreditverkehr ist undenkbar. Um so eigentümlicher berührt die Kurzfristigkeit der Privilegiumserteilung in den meisten Statuten. Die charter der Bank von England wurde im 17. und in der ersten Hälfte des 18. Jahrhunderts nur für ein Jahrzehnt erteilt, weil das Parlament seinen Einfluß auf die Monopolgesellschaft wahren wollte. Man war zu Ende des 17. Jahrhunderts, als die Bank ihr erstes Statut erhielt, in England in einer Zeit des eben wiedererrungenen Parlamentsrechtes und scheute sich eine charter auf zu lange Zeit zu gewähren. Die Rückzahlung der Staatsschuld an die Bank sollte überdies nach einjähriger Kündigung erfolgen können und die Rechte der Bank sodann aufhören. Auch diese heute noch geltende Bestimmung hat historische Gründe: „Derartige Kündigungsrechte des Staates Korporationen gegenüber waren nicht ungewöhnlich. Es war jedoch nicht üblich, von ihnen Gebrauch zu machen, wenn die Gesellschaft nicht aus ihrem Rechtskreis heraustrat. Es war nur eine Drohung, durch welche sie zu gehörigem Verhalten bewogen werden sollte.“ (Burnet, History of my own time, Zitat bei Philippovich, Bank von England S. 36). Die zehnjährige Befristung wurde in der Zeit des Erstarkens des wirtschaftlichen Liberalismus umsomehr beibehalten als man in jenen Tagen irrtümlich die charter im Sinn eines Monopols für alle Bankgeschäfte auslegte. Die Erneuerungen des Privilegs im 19. Jahrhundert haben drei der gründ-

lichsten Untersuchungen über die Bankpolitik veranlaßt und im vierten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts bei einer Neuregelung die Peels-akte gebracht; es war das letzte befristete Statut — zehn Jahre später wurde das Privileg ohne Fixbegrenzung verlängert. Die Engländer waren damals zur Ansicht gekommen, daß sie die geeignete Verfassung für die Notenbank gefunden hätten; das einjährige Kündigungsrecht, dessen Bedingung, die Rückzahlung der Schuld von 11 Millionen Pfund, leicht erfüllbar war, sicherte die Einflußnahme des Parlaments. Die Befristung hatte sich begründen lassen, solange man — zu Anfang des 18. Jahrhunderts im Monopol ein den Aktionären der Bank erteiltes Privileg sah oder solange — in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts — um die Fragen der Zentralisierung oder Dezentralisierung, der Privat- oder Staatsbank gekämpft wurde. England hatte sich bewußt im Interesse der Volkswirtschaft für die einheitliche private Notenbank entschieden und nachdem es dieses System ein Jahrzehnt erprobt hatte, sah es zur Befristung keinen Anlaß mehr.

Die Statuten der Kontinentalbanken hatten von England die Befristung des Privilegs übernommen und behielten sie bis in die Gegenwart bei. Die Erneuerung wurde zum Anlaß genommen Aenderungen am Bankgesetz durchzuführen — die Noten zu gesetzlichem Zahlungsmittel zu erklären, absolut festgesetzte Ziffern, die durch die Entwicklung sich als zu niedrig erwiesen hatten, zu erhöhen, vornehmlich die Maximalziffer des Notenumlaufs bei der Bank von Frankreich, das steuerfreie Notenkontingent bei der Reichsbank und Oesterreichisch-Ungarischen Bank; gewöhnlich hat die Finanzverwaltung des Staates die Gelegenheit benützt ihre Beteiligung an den Gewinnen der Bank zu erhöhen, mitunter auch außerordentliche Darlehen zu erlangen.

Ueber die großen Prinzipienfragen aber wird anläßlich der Privilegsverlängerung heute nicht mehr gekämpft. Der Fall der Auflösung der Zentralbank, der sich 1836 in den Vereinigten Staaten ereignete, wäre in unsern Tagen außer in Kriegszeiten nirgends denkbar. Es handelt sich nicht mehr um Bestand oder Nichtbestand der Bank — die Verweigerung der Privilegiumsverlängerung durch eine Parlamentsmehrheit würde jede Regierung in die größte Verlegenheit setzen — sondern lediglich um Detailfragen, die auch sonst im gesetzlichen Weg erledigt werden könnten, ohne daß ein bestimmter Termin für Neuaufrollung aller Fragen gestellt wäre. Das Reich mit stärkst ausgebildetem Parlamentarismus hat auf die Fixierung des Privilegs verzichtet und die Nachahmung dieses Verzichts auf dem Kontinent würde viel zwecklose Beratung,

in manchen Reichen (Oesterreich-Ungarn) auch staatsrechtliche Schwierigkeiten sparen. —

In der äußeren Verfassung der Notenbanken bilden die Bank von England und die Russische Staatsbank die stärksten Gegensätze. Die Leitung der Bank von England erfolgt ohne jede Einwirkung der Regierung. Obwohl die Bank gerade der engen Verbindung mit der Finanzverwaltung des Staates ihr rasches Emporblühen in den ersten Jahrzehnten ihres Bestehens zu danken hatte, hat die Regierung nie den Versuch gemacht, Einfluß auf die Bank zu gewinnen, auch nicht im 19. Jahrhundert, als sich die Position des Staates zur Bank verschoben hatte und das Darlehen an den Staat nicht mehr als große, von niemand anderm zu gewährende Leistung, sondern nur noch als historische Kuriosität erschien. Die Unabhängigkeit der Bank wurde in den Tagen des Kriegs mit Napoleon als wertvoll für die Aufrechterhaltung des Kredits empfunden und auch in der Folgezeit fand sich selbst in der Zeit schwerer Angriffe gegen die Notenbank keine Stimme für stärkere Intervention des Staates bei Leitung des Unternehmens. Den strikten Gegensatz hiezu bildet die Russische Staatsbank, die ein staatliches Institut ist, jedoch mit einem Reglement nach Art der Bankgesetze der andern Notenbanken, hinsichtlich der Deckungsbestimmungen der für ihren Widerpart geltenden Peelschen Bankakte nachgebildet. Auf dem Kontinent wurde in früheren Jahrzehnten der Gedanke der Staatsbank oft erwogen, die Verschärfung der politischen Verwicklungen hat ihn aber mehr und mehr zurückgedrängt. Eine Staatsbank ist im Krieg dem Zugriff des Feindes ausgesetzt, während eine Aktiennotenbank wenigstens nach völkerrechtlichen Grundsätzen als Privatunternehmen anzusehen ist. Eine Staatsbank wird bei Krisen, die den Staat treffen, weit weniger Vertrauen genießen als eine Privatnotenbank, da die Annahme nicht von der Hand zu weisen ist, daß der Staat die Mittel der Bank für seine Zwecke ausnützen würde, ohne daß ihm ein Widerstand entgegengesetzt werden könnte. Das Notrecht des Staates über die Zentralbank geht in Kriegszeiten weit und in der Gegenwart zeigt sich die Tendenz es auszudehnen. Aber der Kreditgewährung an den Staat muß auch in solchen Tagen eine Grenze gesetzt werden, wenn nicht Entwertung des Geldes eintreten soll. Neuerdings mehren sich die Stimmen, die unbegrenzten Eintritt der Notenbank für die Verpflichtungen des Staats im Kriegsfall befürworten; die Beschränkung der Notenbanktätigkeit auf Geldmarktkredite wird in Kriegszeiten für doktrinär gehalten: Wechsel- und Effektenkredit seien ja doch in derartiger Zeit nicht liquide Aktiven, da die Wechsel nicht eingelöst und die

Effekten bei Kreditkündigung nicht realisiert werden könnten. Aber auch wenn dies zutrifft, ist doch der Kredit an den Staat anders aufzufassen als Wechsel- und Lombardkredit: die Notenbank mag, um den Kreditbanken die Rückzahlung der Depositen zu ermöglichen, eine ungewöhnlich große Menge von Wechseln rediskontieren oder Effekten lombardieren und sie wird dadurch nur ihre Note an Stelle des Depositums setzen: der ängstliche Kaufmann wird statt mit Scheck mit Noten zahlen, der furchtsame und dumme Sparer wird in seine Kasse statt des Sparbuchs ein Notenportefeuille legen. Die Notenbank muß mehr Noten emittieren als gewöhnlich und die Laufzeit derselben wird namentlich im Thesaurierungsfall sehr lang sein. Aber die Gesamtsumme des in der Volkswirtschaft zirkulierenden Geldes wird durch die Substituierung der Note an Stelle des Depositums nicht vermehrt und auch die Summe der Zahlungen nicht geändert. Die Mehrausgabe von Noten, respektive erhöhte Diskontierung und Lombardierung zur Hilfeleistung für die Kreditbanken bewirkt somit nicht Inflation; ebensowenig ist dies beim erhöhten Bedarf an Betriebskredit bei den Kriegsmittelindustrien der Fall. Die Gewährung von Kredit an den Staat schafft aber neue Zahlungsmittel, ohne neue wirtschaftliche Werte hervorzurufen. Die Gewährung derartiger Kredite in einem im Verhältnis zum gesamten Geldumlauf beträchtlichen Umfang ist geeignet eine Preisteuerung hervorzurufen und das Vertrauen in die Notenbank gerade in einem Zeitpunkt zu erschüttern, wo dieses am wenigsten zu entbehren ist. Bei Eintritt wirtschaftlicher und politischer Ruhe werden die Wechsel wieder eingelöst, der Staatskredit der Bank aber nur dann zurückgezahlt, wenn die Möglichkeit einer Anleiheemission besteht. Eine „Refundierungsanleihe" ist aber nach unglücklichem Krieg mit Erfolg nur durchführbar, wenn nicht weiteres Sinken des Geldwerts befürchtet wird. Die Wiederaufrichtung der Staatsfinanzen, das Emporarbeiten der Wirtschaft ist bei Ueberlastung der Notenbank mit Staatskrediten unmöglich. Der Widerstand gegen jenes Maß der Inanspruchnahme durch den Staat, welches den Geldwert und das Vertrauen zur Notenbank beeinflussen könnte, ist gerade in kritischen Tagen die wichtigste und schwerste Pflicht der Bankleitung. Gambetta hat in der Kriegszeit von 1871 die Bank von Frankreich in Stücke zu schlagen gedroht, wenn sie ihm nicht alle erforderlichen Mittel bewillige, aber die Bankleitung ließ sich nicht einschüchtern und ihre vorsichtige Zurückhaltung kam nach Beendigung des Kriegs der französischen Wirtschaft außerordentlich zugute. Jede andere Form der Kapitalbeschaffung, selbst Zwangsanleihen sind der Ueberlastung der Noten-

bank mit Staatskrediten vorzuziehen. In vorbildlicher Weise hat sich England in den zwei Jahrzehnten des Kriegs mit Napoleon an diesen Grundsatz gehalten. Die Notenbank in Friedenszeiten mit derartigen Krediten zu verschonen, wird heute allgemein als Notwendigkeit angesehen; eine Ausnahme macht nur Frankreich, das gegen den Widerstand seiner hervorragendsten Theoretiker bei jeder Privilegserneuerung unentgeltlichen Staatskredit von der Bank verlangt. Der Zinsenunterschied gegenüber einer Anleihe wiegt nicht den Nachteil der Einschränkung der Bewegungsfreiheit des Zentralinstituts auf. Immerhin sind die Beträge, um welche es sich hier handelt, im Vergleich zu den genannten Kreditgewährungen der Bank gering. Die Reichsbank und Oesterreichisch-Ungarische Bank sind in der Kreditgewährung an den Staat auf den Schatzwechseldiskont beschränkt und überdies ist eine Einflußnahme der Aktionäre auf diese Geschäfte vorgesehen, die freilich bei der Struktur der beiden Institute praktisch wenig Bedeutung besitzt. Die Begrenzung der Kreditgewährung auf Schatzwechseldiskont schränkt die Beziehung zwischen Notenbank und Staat auf den kurzfristigen Kredit ein, allerdings ohne eine Höchstsumme festzusetzen. Wie die Reichsbankausweise in den Jahren vor der Reichsfinanzreform zeigen, sichert die Bestimmung nicht immer vor einer starken, fortdauernden Inanspruchnahme.

Gegen die volle Abhängigkeit der Notenbankleitung vom Staat sprechen somit sehr ernste Momente. In Reichen mit glücklicher geschichtlicher Vergangenheit, geordneter Finanzverwaltung und Einflußlosigkeit der politischen Parteien auf die Besetzung der Staatsinstitute ist man geneigt den Ernst dieser Gründe zu unterschätzen, zumal in normalen Zeiten der Staatseinfluß vielen die unparteiische Leitung der Bank besser zu gewährleisten scheint als die Führung durch eine Privatdirektion. Auf dem Kontinent wird dementsprechend auch überall die entscheidende Persönlichkeit in der Bankleitung — der Gouverneur in Frankreich, der Präsident in Deutschland — von der Regierung ernannt, der Generaldirektor in Italien, der Generalsekretär in Oesterreich-Ungarn von ihr bestätigt. Die Aktionäre haben nur in Frankreich wirklichen Einfluß auf die Geschäftsführung, bei der Reichsbank ist ihre Mitwirkung zu einer beiratähnlichen Tätigkeit herabgedrückt und auch in den andern Reichen ist ihr Wirken von dem eines gewöhnlichen Aufsichtsrats nicht sehr verschieden. In den Distriktbanken der Vereinigten Staaten ist dagegen den Aktionären ein starker Einfluß eingeräumt, der voraussichtlich auch ausgeübt werden dürfte.

Die Generalversammlungen der Notenbank sind ebensosehr For-

malität wie die Generalversammlungen überhaupt und die den Aktionären zuerkannten Rechte werden von denjenigen ausgeübt, die die Kontrole über die Aktien sich sichern können. Dementsprechend haben die Kreditbanken in den meisten Ländern in den Conseils die entscheidende Position erlangt: im Zentralausschuß der Reichsbank spielen sie die wichtigste Rolle, in England besetzen nach traditionellem Herkommen die großen Finanzbankhäuser den Verwaltungsrat der Bank von England, in Amerika werden die Kreditbanken ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder der Notenbanken stellen; dagegen werden die englischen Depositenbanken in die Verwaltung der Bank von England nicht aufgenommen und in Oesterreich-Ungarn ist den Banken überhaupt gesetzlich der Eintritt in den Generalrat der Notenbank verwehrt. Das englische Herkommen hat seine Ursache im Rivalitätsgefühl zwischen der Notenbank und den Depositenbanken, das österreichische Gesetz wollte verhindern, daß die hauptsächlichsten Kreditnehmer der Notenbank — die Rediskontierung ist in Oesterreich stark ausgebildet — Einfluß auf die Leitung des Gläubigerinstituts erhalten. Mehrere Staaten — so Frankreich und die Union — haben der Industrie und Landwirtschaft ein Vertretungsrecht in der Verwaltung eingeräumt.

Die reinen Kreditbanken haben Interesse an hohem Zins, da die Vergütung für einen Teil der fremden Gelder dem Steigen der Bankrate nicht in vollem Maß entspricht, allerdings aber nur soweit dadurch die Inanspruchnahme nicht eingeschränkt wird. Die Finanzbanken dagegen haben namentlich zur Zeit des Herausbringens neuer Werte Interesse an niedrigem Zins. Den Banken des Kontinents, die beide Typen des Kreditgeschäfts vereinen, gibt die Individualisierung des Zinses nach Kreditarten die Möglichkeit innerhalb bestimmter Grenzen gleichzeitig durch niedrigen Effektenzins die Emission von Werten zu erleichtern und im Kontokorrentgeschäft eine hohe Bankrate auszunützen; sie sind an hohem Zins interessiert, soweit nicht dadurch die Kreditinanspruchnahme eingeschränkt und das Effektenemissionsgeschäft erschwert wird: Handel, Landwirtschaft und Industrie haben stets Interesse an niedrigem Zins.

Der Einfluß der Vertreter dieser Berufskreise auf die Bankleitungen ist in den einzelnen Reichen verschieden: er ist am geringsten in der Reichsbank, stärker in der Bank von Frankreich, deren gleichmäßige, niedrige Rate auch durch die Rücksichtnahme auf die der Industrie angehörigen Régents bestimmt wird, am stärksten aber in England, wo die Herrschaft des Cityeinflusses in der Bank unverkennbar ist; allerdings

nicht mehr in dem Sinn, wie es die Angriffe im dritten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts behaupteten, daß der Zins im Interesse des Privatgeschäfts der leitenden Finanzhäuser bestimmt würde — drei Generationen des Reichtums haben das Verständnis für die Pflichten einer halb öffentlichen Stellung gestärkt —, aber doch durch unbewußte Uebertragung der in der Finanzpraxis herrschenden Anschauungen auf die Leitung des Noteninstituts. Der Mangel einer stabilen Diskontfestsetzung, der rasche Wechsel der Rate nach Jahreszeiten, die Zurückweisung der Wechsel der Auslandsbanken, aber auch die Abneigung gegen die kleine Note sind aus dem Gedankenkreis des Londoner Finanzmannes zu erklären.

Die Ausschließung der Kreditbanken aus der Verwaltung des Noteninstituts, wie sie Oesterreich vorgenommen hat, erhält durch die Interessengegensätze, die sich zeitweise bei Bestimmung des Wechseldiskontsatzes und in der Frage der Giroguthaben in neuerer Zeit zwischen beiden ausgebildet haben, scheinbar erhöhte Berechtigung; wie man aber wohl als allgemeine Erfahrungsregel konstatieren kann, sind Verwaltungsräte der Noteninstitute ohne Zuziehung von Bankfachleuten infolge mangelnder Sachkenntnis völlig einflußlos; das zeigt sich auch bei den lokalen Verwaltungsräten, die von den Filialleitern überall als Störung, nicht als Hilfe empfunden werden.

Aber auch der Staat ist in der Zinspolitik von Eigeninteressen nicht frei. Eine stattliche Reihe von Diskontermäßigungen bei den Notenbanken ist durch die Rücksicht auf bevorstehende Rentenemissionen veranlaßt worden. In Italien steht sogar der Regierung das Recht zu Diskontänderung zu verlangen.

Es ist eine Frage des Charakters der Bankleiter, ob es gelingt mit Zurückdrängung aller Privatinteressen eine Zinspolitik zu treiben, die ausschließlich auf die Liquidität der Notenbank Rücksicht nimmt. Das schwierige Problem der Sicherung der Unabhängigkeit der Notenbankleitung sowohl der Regierung wie den wirtschaftlichen Interessengruppen gegenüber ist organisatorisch in keinem Staat befriedigend gelöst worden. —

Die Geschäftszweige sind in allen Reichen außer England gesetzlich vorgeschrieben. Beim Wechseldiskont ist die Forderung der dritten Unterschrift in Frankreich und Belgien stark gemildert worden, immerhin sind diese beiden Institute, aber auch die Oesterreichisch-Ungarische Bank überwiegend Rediskontierungsanstalten. Warrantdiskontierung fehlt noch in manchen Bankgesetzen, namentlich bei der Reichsbank, mehr aus historischen als Vernunftgründen. Italien und vornehmlich

Rußland lassen mehr als dreimonatliche Laufzeit zu. Die Lombardkredite mit verschiedener Laufzeit sind auf heimische, besonders gesicherte Rentenwerte, in Deutschland und Italien auch auf bestimmte Auslandswerte zugelassen. Das ausländische Devisen- und Anweisungsgeschäft ist bei den kontinentalen Instituten außer bei der Bank von Frankreich geregelt. Die belgische Nationalbank hatte die Pflicht, für Staatsrechnung unter ihrer Garantie Devisen zu kaufen, die andern haben nur ein Recht, dies zu tun; die Oesterreichisch-Ungarische Bank darf bis zu 60 Millionen Kronen Devisen in die Gold-, die banca d'Italia Devisen, Auslandsguthaben und ausländische Schatzscheine ohne Begrenzung in die Notendeckung einrechnen, sie bedarf aber, sobald diese Beträge ein bestimmtes Maß überschreiten, der Regierungsgenehmigung. Unbegrenzte Einrechnung von Auslandsguthaben und Devisen ist bisher keiner Notenbank gestattet. Die Bestimmungen über die Einrechnung der ausländischen Zahlungsmittel sind in den Reichen mit Goldzirkulation strenger, da die Devise bei starken Noteneinlösungen aus Goldbedürfnissen des innern Verkehrs versagen muß. Der Devisenbesitz ist aber auch in den andern Staaten mit Recht begrenzt, weil die Basierung der Währung auf Auslandsforderungen bei Krisen oder kriegerischen Verwicklungen in mehreren Schuldnerstaaten ernste Bedenken bietet. Die Bestimmungen über die Notendeckung sind an anderer Stelle erörtert worden.

Außerordentlich verschieden sind die gesetzlichen Bestimmungen über die Bankrate. Die Bank von England hat auch hierin vollkommene Freiheit und sieht in ihrem veröffentlichten Satz nur eine Durchschnittsziffer, von der so viel Ausnahmen gemacht werden, daß die Rate kaum als Regel angesehen werden kann; in den Filialen diskontiert sie meist unter Banksatz. Der russischen Staatsbank ist es ausdrücklich erlaubt nach Gegenden und Kreditarten ihre Rate zu ändern. In Amerika bestimmt jede einzelne der elf Distriktsbanken ihren Diskontsatz selbständig, allerdings unter Einflußnahme des Bundesreserverats, der dadurch sowie durch die Diskontbestimmung bei Rediskontierungen zwischen den einzelnen Distriktsbanken auf eine Annäherung der Raten hinwirken kann. Deutschland, Oesterreich-Ungarn, Frankreich und Italien haben Einheitssatz, die legal in einzelnen Reichen zugelassenen Ausnahmen werden praktisch nicht angewendet.

Die Durchführung eines Einheitssatzes mag in Reichen von der gewaltigen Ausdehnung Rußlands oder der Vereinigten Staaten schwierig sein. Zwischen Stettin und Lindau sind die wirtschaftlichen Verhältnisse nicht so sehr verschieden; aber der Kaufmann in Wladiwostok

oder in Samarkand arbeitet unter ganz andern Verhältnissen als sein Mitbürger an der deutsch-russischen Grenze; Art und Rückzahlung der Wechsel sind so verschieden, daß eine Differierung gerechtfertigt erscheint. In den Vereinigten Staaten dagegen ist ungeachtet der räumlich so großen Ausdehnung der Unterschied der wirtschaftlichen Kultur nicht ebensogroß; immerhin haben bisher die Zinssätze in den einzelnen Staaten außerordentlich geschwankt. So betrug das Zeitgeld im Durchschnitt in West-Virginia 4.82%, in Oklahoma 12.60% (Laughlin, Zitat bei Hauser, Die amerikanische Bankreform). Einheitssatz für das Unionsgebiet war von der Aldrichkommission geplant und wäre auch durchführbar. Nach dem neuen Gesetz wird die Annäherung an den Einheitssatz von der Tüchtigkeit des Bundesreserverats abhängen.

In Deutschland ist die Reichsbank seit 1897 zum Einheitssatz übergegangen. Der Diskont zur Privatrate hat die Vermehrung der Bankakzepte begünstigt und zu einer für die Notenbank unerwünschten Zurückdrängung des Warenwechsels beigetragen. Auch Frankreich und Oesterreich halten am Einheitssatz fest, Italien weicht davon nur in seltenen Fällen ab. Die italienische Gesetzgebung gestattet sehr interessante Ausnahmen zu Gunsten einzelner notleidender Industriezweige; indes scheint in derartigen Fällen weniger niedriger Wechsel- als niedriger Kontokorrentzins nötig zu sein.

Der Einheitssatz ist der Struktur der einheitlichen Notenbank allein angemessen: die Verleihung der Mittel, die sich die Notenbank auf Grund ihres Monopols beschafft, darf nicht zu Konditionen erfolgen, deren Höhe in jedem einzelnen Fall vom Gutdünken der Notenbankleitung abhängt. Dem Monopol entspricht überall eine öffentlich-rechtliche Regelung des Preises; bis zur Mitte des vorigen Jahrhunderts bestand eine Höchstgrenze für den Banksatz, seitdem diese gefallen ist, kann nur in der Gleichmäßigkeit des Preises das Korrelat für das Monopol gefunden werden. Vom Satz der Notenbank hängen auch die Bedingungen für die übrigen Kredite ab, und diese können nur dann im Land einander angenähert werden, wenn die Notenbank einen Einheitssatz hat. Die Schaffung gleichmäßiger Konkurrenzbedingungen im einheitlichen Wirtschaftsgebiet ist aber eine Hauptaufgabe des modernen Staates, und er kann sie nur durchführen, wenn er die Festsetzung der Bankrate nicht als privatwirtschaftliche Angelegenheit des Noteninstituts auffaßt. —

Die Zentralbanken Europas sind aus den finanziellen Bedürfnissen des Staates heraus entstanden; die beiden letzten Generationen

haben dieses Verhältnis mehr und mehr gelockert und jene alten Schulden zu historischen Erinnerungen werden lassen. Die Gesetzgebung seit Mitte des vorigen Jahrhunderts war bestrebt, eine Eigensicherheit der Note durch Erhaltung der Liquidität der Bank zu schaffen und dies hat durch jahrzehntelange Wirksamkeit das Vertrauen in die Zentralinstitute so sehr gehoben, daß in Friedenszeiten der Rückhalt des Staates heute unnötig wäre; denn Suspensionen der Bankakte, die sich vereinzelt als erforderlich erwiesen haben, sind nicht als staatliche Hilfe zu bezeichnen, sie sind nur eine Ermächtigung, die ein für allemal doktrinär festgesetzte Liquiditätsgrenze zu überschreiten. Manche Anhänger der Knappschen Schule leiten die allgemeine Annahme der Banknoten aus dem gesetzlichen Zwang, der Annahmepflicht der Staatskassen, der Ueberzeugung des Publikums, daß die Noten „staatliches Geld" seien her. Das kann bei historischer Betrachtung nicht aufrecht erhalten werden. Die Noten der Banken wurden vom Publikum angenommen, lang ehe sie legal tender wurden — in Deutschland zum Beispiel wurden sie dies erst 1909 —, ja auch lang ehe für ihre Ausgabe gesetzliche Normen überhaupt bestanden. Die Bank von England war durch eineinhalb Jahrhunderte unter keine Deckungsregel gestellt und kein Gesetz bestimmte die Art ihrer Kreditgewährung. Und wenn man bei ihr auch eine enge Verbindung mit dem Staat konstatieren konnte, bei den Banken in der englischen und deutschen Provinz, deren Noten das Publikum bereitwillig nahm, war dies nicht der Fall. Die Leistung des Staats für die Notenbank besteht in der Gewährung der Ausschließlichkeit des Notenemissionsrechtes und in der Sicherung der Annahme der Noten in Kriegszeiten.

Die Verbindung der Zentralbanken mit den Finanzen des Staates ist locker, jene mit der Kassenverwaltung des Staates dagegen immer enger geworden. Die Bedeutung dieser Verbindung für die Entwicklung des Geldmarkts ist von der Literatur erst in neuerer Zeit erkannt worden. Die beiden entgegengesetzten Entwicklungen dieses Verhältnisses zeigen England und die Vereinigten Staaten: während der englische Staat durch den Anschluß seiner Kassen an die Notenbank schon im 18. Jahrhundert nach dem Wort Bagehots den Londoner Geldmarkt geradezu geschaffen hat, hat die Bundesregierung der Union durch die Selbständigkeit ihres Treasury den New Yorker Markt ein Menschenalter hindurch schwer bedroht.

In England ist die Notenbank Organ der staatlichen Kassenverwaltung; jedes Zentralamt der Verwaltung eines Einnahmezweigs hat ein Konto bei der Bank, welchem alle eingehenden Gelder gut-

geschrieben werden. Von den Einzelkontis findet Uebertragung auf das Exchequer-Konto, das Staatszentralkonto statt, in welchem sich die gesamten Einnahmen des Staats vereinen und von welchem alle Zahlungen ausgehen. Die Konzentrierung auf dem Exchequer-Konto bietet die Möglichkeit vollständiger Uebersicht über Stand und Bewegung der öffentlichen Gelder, die Kassenführung durch die Bank vermindert Bargeldzahlungen, die infolge der zeitlichen Konzentrierung der wichtigsten Abgabe, der Einkommensteuer, für die kleine Reserve der Bank um so empfindlicher wären. Die Verbindung der staatlichen Geldverwaltung mit der Bank wurde in einer Zeit relativ geringer Entwicklung des Bankzahlungsverkehrs durchgeführt.

In den Vereinigten Staaten vollzog sich eine entgegengesetzte Entwicklung. Nach dem Bankkrach von 1837 hatte die Bundesregierung das Vertrauen zu den Banken verloren. Um selbst nicht bei Zusammenbrüchen der Banken Verluste zu erleiden, errichtete sie das Independent Treasury, an welches zunächst ¼, später alle Zahlungen in Bargeld geleistet werden sollten. 1846 wurde das Subtreasury-Amt errichtet: es wurde untersagt die Guthaben des Bundes zu verleihen oder zu deponieren; die Bezahlung der öffentlichen Abgaben durfte nur in Metall oder Treasury notes erfolgen. Das Independent Treasury war somit in doppelter Hinsicht von den Banken getrennt, hinsichtlich der Währung (die Verwendung von Banknoten für Zahlungen an den Staat war unzulässig) und hinsichtlich der Deponierung der Guthaben. Die volle Unabhängigkeit dauerte bis zum Beginn des Sezessionskriegs; 1863 wurde Deponierung der Guthaben mit Ausnahme der Zolleinnahmen bei den Nationalbanken gegen Sicherstellung durch Unionsrente gestattet, bald darauf die Noten der Nationalbanken für alle Zahlungen außer Zollabgaben und Staatsschuldzinsen zugelassen. Die Verbindung mit den Banken wurde in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts und namentlich seit 1903 immer enger geknüpft: die Zahl der Banken, bei denen deponiert werden konnte, wurde vermehrt, die Zolleinnahmen einbezogen, die Sicherstellung für die Guthaben wesentlich erleichtert. Es blieb aber der schwere Uebelstand bestehen, daß große Beträge der Währung der Treasury, einer bürokratischen Behörde, nicht einer Bank zuflossen und daß Auszahlungen nicht zu jenen Zeiten erfolgten, in welchen der Geldmarkt Mittel benötigte, sondern zur Zeit der Fälligkeit der Verpflichtungen des Bundes. Der Schatzsekretär hatte es zwar in seiner Hand, durch Vorleistung derartiger Zahlungen dem Markt zu Hilfe zu kommen, doch hatte er hiebei nicht volle Sicherheit, da er ja dem Markt vollkommen fern stand und

außerdem waren die ihm zur Verfügung stehenden Mittel begrenzt. Das neue Bankgesetz ermächtigt den Schatzsekretär, die Einnahmen der Regierung bei den Bundesreservebanken zu deponieren und Zahlungen durch Schecks zu leisten. Dadurch ist der entscheidende Schritt zur Aufhebung der Trennung zwischen Banken und Schatzamt getan, wenngleich auch die jetzige Reform hinter dem englischen Zustand weit zurückbleibt. —

Belgien, die Niederlande und Italien haben die Verbanklichung der Staatskassen nach englischem Muster durchgeführt, Belgien mit einer eigentümlichen Organisation, derzufolge bei jeder Niederlassung der Nationalbank ein Staatsbeamter zur Regelung des Kassendienstes eingesetzt ist. Oesterreich hat in den letzten Jahren seinen Kassendienst der Postsparkasse übertragen, die selbst wieder dem Giroverkehr der Oesterreichisch-Ungarischen Bank angeschlossen ist, ein System, dem infolge der Dezentralisierung der Postsparkasse und der starken Ausbreitung ihres Scheckverkehrs große Vorzüge innewohnen.

Im Deutschen Reich verhindert die einzelstaatliche Organisation die Zentralisierung der öffentlichen Gelder bei der Notenbank. Nur das Reich und einzelne kleinere Bundesstaaten haben engeren Verkehr mit der Reichsbank, der sich aber noch immer auf einen gut ausgebildeten Girodienst beschränkt; der Kassendienst ist zwar vereinfacht worden, ist aber noch immer genügend schwerfällig und umfangreich. Preußen und Bayern haben ihre Sonderbanken, die Seehandlung und die Königliche Bank, arbeiten aber gleichfalls mit selbständigen Kassen und ohne die in England vorbildlich geschaffene Zentralisation. Gewöhnung und Pedanterie setzen Reformen, die auch bisher noch nie ernstlich geplant wurden, Hindernisse in den Weg. Aus den gleichen Ursachen hat bisher Frankreich die Frage nicht vorwärts gebracht, obwohl durch die Teilnahme der receveurs generaux an der Verwaltung der Notenbank eine Anregung zur organischen Verbindung von Kassen und Bank gegeben sein sollte.

34. Die Struktur der führenden Geldmärkte.

Die wichtigsten Geldmärkte der Gegenwart sind jene von London, Paris und Berlin; sie haben internationale Bedeutung. Der Markt von New York kam bisher als Gläubiger des Auslands nur ausnahmsweise in Betracht. Unter den Gläubigermärkten hat Amsterdam sich eine gewisse Bedeutung gewahrt. Wien, Petersburg und die italienischen Plätze haben nur lokale Wirksamkeit.

Die Schaffung einer Zentralnotenbank hat fast in allen Reichen

die Vereinheitlichung des Geldmarkts im engern Sinn zur Folge gehabt. Die in Europa noch vorhandenen lokalen Märkte wie in Frankfurt, Budapest, Moskau entbehren der Selbständigkeit der Preisbildung. Eine Ausnahme machten bisher die Schweizer Plätze und noch gegenwärtig Antwerpen. Die Vereinigten Staaten besaßen keinen zentralen Geldmarkt und werden ihn auch nach der Bankreform kaum gewinnen.

Im letzten Jahrzehnt ist die Bedeutung von Paris als internationalem Markt für Wertpapiere besonders stark hervorgetreten. Für den internationalen Warenkredit hat London seine Führerrolle behalten, für die sonstige Kreditgewährung ist es auf dem Kontinent hinter Paris zurückgetreten.

Der Londoner Geldmarkt.

Die Organisation des Londoner Geldmarkts ist nur historisch zu erklären. Würde heute im Hinblick auf die zu leistenden Aufgaben der Geldmarkt rationell konstruiert werden, so würde niemand ihm die derzeitige Form geben.

Wohl das eigentümlichste Moment des Londoner Marktes ist der Gegensatz der Stellung der City als internationalen Geldmarkts und der Organisation der hauptsächlichsten Geldgeber, der Depositenbanken, als fast rein englischer Institute. Die Depositenbanken in England sind bis vor kurzem nationale Institute gewesen. Nichts in ihrer Organisation ließ darauf schließen, daß sie einem Weltreich angehörten. Zwischen ihnen und den Kolonien bestand keine Beziehung, vom internationalen Kredit- und Effektengeschäft hielten sie sich bis vor nicht langer Zeit fern. Die Ansichten der Direktionen der Banken über die einzelnen Kredite und die Betätigungsmöglichkeit eines Kreditinstituts waren von jenen Josiah Childs im 17. Jahrhundert nicht sehr verschieden und für die Provinzinstitute hat noch gegen Ende des 19. Jahrhunderts Rae ganz ähnliche Regeln aufgestellt wie fünf Menschenalter vorher sein Vorgänger Martin.

Der Reichtum des Landes und die ausgezeichnete Organisation der Depositensammlung führten den Banken sehr starke Mittel zu, von denen eine in der letzten Generation stets wachsende Quote im heimischen Kreditgeschäft nicht Verwendung finden konnte. Dieser Umstand sowie die Notwendigkeit gegenüber der hohen Depositensumme besonders liquide Anlagen zu suchen führte zu einer immer stärkeren Verwendung von Einlagen auf dem Londoner Markt, wo das stark entwickelte internationale Geschäft Gelegenheit zu liquiden

Anlagen in großer Menge bot. Bei der Unkenntnis der außerenglischen Verhältnisse nahmen die Bankleiter das ausländische Wechselmaterial nicht direkt, sondern durch Wechsel-Broker an, die durch Wechselunterschrift mit ihrer Existenz für sorgfältige Auswahl bürgten. Die Tätigkeit der brokers war noch vor einem Vierteljahrhundert viel wichtiger als heute. Seitdem von England aus Banken in den Kolonien, in China und Südamerika gegründet wurden (colonial und foreign banks) und seitdem die überwiegende Mehrzahl der großen Auslandsbanken Zweigniederlassungen in London errichtet haben, ist die kritisierende Tätigkeit auf diese Banken übergegangen. Der broker prüft nicht mehr die Unterschriften auf dem Wechsel der Petersburger Internationalen Handelsbank oder der banca commerciale Italiana, er beschränkt sich im wesentlichen darauf einen Abnehmer für das Akzept zu suchen. Nur die Bankunterschrift, nicht die übrigen Wechselverpflichteten werden geprüft, und bei der weit vorgeschrittenen Konzentration im Bankwesen ist auch diese Prüfung eine bloße Formalität, sofern es sich nicht um kleine, in London unbekannte Institute handelt. Nur beim amerikanischen Material, den Wechseln aus den Vereinigten Staaten, ist infolge der sehr weitgehenden Dezentralisierung der Institute eine wirkliche Einzelkenntnis erforderlich. Im übrigen besteht die Tätigkeit der brokers heute darin das Wechselmaterial von kleineren Banken oder Handelshäusern in London unterzubringen und durch ihre Intervention der akzeptbegebenden Bank das Aufsuchen des billigsten Akzeptnehmers zu ersparen; sie bilden einen Ersatz für eine organisierte Wechselbörse, die die Tätigkeit der brokers sicherer und billiger ausführen, eine größere Uebersicht über die Marktlage und eine wirkliche Diskontpolitik der Kreditbanken ermöglichen könnte. Die Schaffung einer derartigen Organisation war solange unmöglich als die hauptsächlichen Kreditgeber vom Geschäft nichts verstanden. Im letzten Jahrzehnt begann darin ein Wandel einzutreten, mehrere Depositenbanken gliederten sich foreign departments hauptsächlich zur direkten Pflege des Rembourskredits an, die in Konkurrenz mit den foreign banks traten. Von da zum direkten Verkehr zwischen akzeptbegebenden und akzeptnehmenden Banken wäre nur ein Schritt, der aber bei dem außerordentlichen Konservativismus in England wohl erst in später Zeit getan werden wird.

Das Hausiergeschäft des Discontbroker, der in der City von einer Bank zur andern umherläuft, Akzepte nimmt und begibt, verhindert eine einheitliche Preisbildung. Die Notizen über die Privatsätze in London können auf Verläßlichkeit keinen Anspruch machen, sie sind nur Schätzungsziffern. Die volle Uebersichtlichkeit fehlt, die bei der Fülle

von Geldgebern und Geldnehmern doppelt nötig wäre. Es fehlt darum auch an jeder Vereinbarung über den Privatsatz. Während die Depositenbanken für die Verzinsung fremder Gelder und für die Konditionen im Kontokorrentkredit genau beobachtete Konditionsvereinbarungen haben, ist ein ähnlicher Schritt für den Privatsatz nie versucht worden. Die Ursache hiefür liegt in drei Momenten: Die Depositenbanken sind nicht die einzigen Geldgeber, neben ihnen kommen die Finanzbanken, die schottischen Institute und die foreign banks selber in Betracht, die zu manchen Zeiten in starkem Maß Akzepte kaufen, wenn sie über einen augenblicklichen Ueberschuß an Mitteln verfügen; so verleihen die Hongkong and Shanghai Bank, die Deutsche Bank, der Crédit Lyonnais sehr oft erhebliche Summen auf dem Markt. Mit diesen stetig wechselnden Geldgebern Vereinbarungen zu treffen, wäre selbst dann schwierig, wenn die Abneigung der Engländer gegen Verhandlungen mit auswärtigen Instituten geringer wäre. Sodann läßt sich das auf den Markt kommende Anbot schwer abschätzen; England finanziert einen großen Teil des ganzen Welthandels und um eine einigermaßen zutreffende Vorstellung über die künftige Nachfrage zu gewinnen müßten die Londoner Kreditbanken täglich Aufstellungen über die Bahn- und Schiffsfrachten an Welthandelsgütern, genaue Produktionsdaten und Berichte über die einzelnen Verkaufsabschlüsse erhalten. In der Gegenwart sind Ueberraschungen über die Quantität der Nachfrage noch sehr häufig. Endlich werden dem Londoner Geldmarkt alle Mittel zugeführt, welche die dort arbeitenden Institute nicht anderswie verwenden können, sei es daß sie im Interesse der Liquidität erstklassige Bankakzepte geradezu suchen oder daß ihnen in ihrem regulären Geschäft keine andere Verwendungsmöglichkeit offen steht. Die englischen Depositenbanken legen im Liquiditätsinteresse stets eine erhebliche Quote ihrer Einlagen auf dem Geldmarkt (in Wechseln wie in Effektenkrediten) an, bei industrieller Depression im Land vergrößert sich dieser Betrag umsomehr, als die englischen Institute eben infolge ihrer mangelnden Kenntnis des Auslandes bis in die neueste Zeit nur in einem im Verhältnis zu ihren Mitteln sehr beschränkten Umfang Geld in das Ausland zu leihen pflegten. Da derartige Ueberschußbeträge, soweit der andere Teil des Geldmarkts, der Effektenkredit, für sie nicht Aufnahme bietet, zu jedem Preis verliehen werden, sinkt die Untergrenze des Privatsatzes bei Depression in der Jahreszeit der Geldflüssigkeit auf ein Minimum; mehrfach ist der Privatsatz unter 1%, ja bis zu einem halben Prozent heruntergegangen. Die Anstrengungen der Notenbank die Spannung

zwischen ihrer Rate und jener des Marktes durch eigene Kreditnahme gegen Konsolsdeckung zu mindern waren nicht immer voll wirksam.

Da die Londoner Akzepte den Charakter von Remburswechseln haben und ihre Einlösung bei Verfall in Friedenszeiten gesichert ist, gestattet die übliche Cityauffassung einen Akzeptumlauf in einem das Eigenkapital übersteigenden Umfang; die London and county bank zum Beispiel hat einen Akzeptumlauf, der das eingezahlte Aktienkapital um mehr als das doppelte übertrifft. Die englischen Depositenbanken mit ihrem hohen Akzeptkredit hatten Aussicht die stärksten Remburskreditgeber des Marktes zu werden.

Der Markt des Effektenkredits zeigt einen ähnlichen organisatorischen Mangel wie der Diskontenmarkt; auch hier stehen die größten Geldgeber, die Depositenbanken, außerhalb des Marktes. Brokers und Spekulanten (jobbers) haben sich die Börse gesichert und da nach altliberaler, atavistischer Anschauung der Staat die Börse, den Preisbildungsmarkt, privatrechtlicher Regelung durch die zufälligen Eigentümer des Börsegebäudes überläßt, sind die Banken vom Zutritt zur Börse ausgeschlossen. Da sie aber im Gegensatz zu den kontinentalen Banken weder Konsortialgeschäft pflegen noch sich mit dem Effektenkommissionsgeschäft und der Beratung des Publikums befassen, können sie aus ihrer berufsmäßigen Tätigkeit her den Wert der gehandelten Effekten nicht bestimmen. Sie sind somit schon aus diesem Grund auf die Vermittlung des brokers angewiesen. Vor allem aber liegt das Effektenkommissionsgeschäft mit dem englischen Publikum in den Händen der brokers, denen daher auch die Aufgabe der Kreditbeschaffung für die Kunden zufällt. Die englischen Institute stehen darum der Börse ungleich ferner als die kontinentalen, sie sind an der Kurshaltung in keiner Weise interessiert und können die von ihnen gewährten Effektenkredite mit größerer Ruhe zurückziehen. Auf keinem andern europäischen Geldmarkt fluktuiert der Strom des für die Börse verfügbaren Kapitals so rasch wie in London, da wegen der nationalen und geschäftlichen Einseitigkeit der Depositenbanken bei geringer Nachfrage auf dem Diskontmarkt große Kapitalien der Börse zur Verfügung gestellt werden, die dann beim Ansteigen der Weltkonjunktur wieder dem Effektenmarkt entzogen werden.

Ein altes Wort sagt, John Bull könne alles vertragen außer zwei Prozent. Man zitiert es oft auch in der Gegenwart, obwohl es seine Wahrheit nicht mehr im gleichen Maß besitzt. Auf die englische Industrie äußert der billige Zinssatz nicht mehr die gleich intensive Wirkung wie in den dreißiger und vierziger Jahren des vorigen Jahrhunderts;

sie arbeitet heute mehr mit Eigenkapital und Einlagen aus der Umgebung, relativ weniger mit Bankkredit. Auch der Handel wird sich durch billiges Geld nur dann zur Anhäufung stärkerer Lager veranlaßt sehen, wenn er Preissteigerungen in naher Zeit für wahrscheinlich hält. Die optimistische Zukunftsbetrachtung pflegt sich aber erfahrungsgemäß nicht in der Zeit der niedrigsten Rate, sondern erst einige Zeit später einzustellen. Unmittelbar aber wirkt der niedrige Satz auf die Londoner Börse, zuerst auf die Rentenwerte, die bisher noch immer in solchen Tagen sich im Kurs gehoben haben; wenn auf eine Aktiengruppe das Interesse besonders stark hingelenkt werden kann, sind alle Vorbedingungen für die Entstehung eines boom gegeben, nicht etwa wegen der besonderen Spekulationslust der Engländer — der Kontinent spekuliert in London nicht weniger als die Engländer selbst — sondern wegen der für alle Arten von Effekten, auch spekulativster Art, disponiblen großen Kredite. Auf dem Kontinent sind stark spekulative Werte vom offiziellen Börsenhandel ausgeschlossen und der Zins für Vorschüsse auf solche Effekten sinkt, von Paris zeitweise abgesehen, auf allzutiefes Niveau nicht herab. In London dagegen sind in Depressionszeiten billigste Raten für Minen- oder Oilshares erhältlich, zumal die englische Bankpraxis die beiden Teile des Geldmarkts, den Wechsel- und den Effektenmarkt, als gleichartig behandelt, während der Kontinent für den Effektenlombard höhere Konditionen verlangt. Das kleine Nominale der Aktien und die starke Werbetätigkeit der outside brokers erhöht die Anziehungskraft der Londoner Börse und verleiht ihr genügende Elastizität zur Aufnahme neuer Kapitalien, die in der andern Sphäre des Geldmarkts augenblicklich nicht Verwendung finden.

Bagehot sah zu Beginn der siebziger Jahre einen Hauptgrund der Weltstellung der City in der Ueberlegenheit der ihr zur Verfügung stehenden Mittel. Der Vorsprung hat sich seither vermindert: nur die Dezentralisation des Bankwesens in Amerika verhütete das Vorrücken New Yorks auf den ersten Platz. Berlin und Paris haben infolge des Aufbaues der Depositenbanken die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel relativ weit stärker gesteigert als London; dennoch steht die City noch immer an erster Stelle. Die Depositen der englischen, schottischen und irischen Banken betrugen zu Ende 1912 1084 Millionen Pfund. Bringt man hievon rund 150 Millionen Pfund für Kasse, schätzungsweise 100 Millionen für bewilligte, aber noch nicht verwendete Kredite und ca. 80 Millionen für Doppelzählungen (Guthaben einer Bank bei einer andern) in Abzug, so bleiben rund 750 Millionen Pfund für den Geldmarkt im weiteren Sinn, wozu noch die Guthaben der

nicht zahlreichen Privatbanken und die in der City arbeitenden Gelder der merchants, foreign and colonial banks hinzutreten. Der Gesamtbetrag der dem Geldmarkt im weiteren Sinn zur Verfügung stehenden Mittel ist nicht wesentlich größer als in Deutschland, zumal wenn man in Betracht zieht, daß die Sparkassen und die Postsparkasse in England nicht selbständige Geldgebarung besitzen, Hypothekenbanken und Kreditgenossenschaften nicht existieren und auch die Versicherungsgesellschaften mit dem Geldmarkt weniger direkte Fühlung unterhalten als auf dem Kontinent. Aber die Quote, die von dem Gesamtbetrag für den organisierten Geldmarkt der Hauptstadt verwendet wird, ist ungleich größer als in irgend einem andern Land. In der City dürften schätzungsweise im Durchschnitt nicht weniger als 400 Millionen Pfund arbeiten (allein rund 150 Millionen £ verleihen die Depositenbanken auf Abruf oder gegen kurzfällige Kündigung), ein Betrag, der von keinem andern organisierten Geldmarkt erreicht wird.

Gegenüber diesen großen Summen tritt die Notenzirkulation in den Hintergrund. Der gesamte Notenumlauf in Großbritannien betrug zu Ende 1912 44.6 Millionen Pfund, wovon 29.7 Millionen auf die Bank von England, 169.000 auf die übrigen englischen Notenbanken, 7.5 Millionen auf Schottland und 7.2 Millionen auf Irland entfielen. Für den Kleinverkehr dient Edelmetall, für die größeren Zahlen die Banküberträgung, und die Geldbewegungen kommen in den Clearing-house-Ziffern, nicht in den Ausweisen der Notenbank zum Ausdruck. Die Inanspruchnahme der Zentralbank bei fortgeschrittener Konjunktur vollzieht sich durch Erhöhung der privaten Depositen und der dafür gewährten Sicherheiten. Ein broker, der 100.000 £ Kredit bei der Bank von England ansucht, benötigt diesen Betrag nicht in Bargeld, sondern in einem Guthaben bei der Bank, über welches er disponieren darf. Er braucht das Guthaben in der Regel zur Rückzahlung einer Schuld bei einer Kreditbank. Die Bank von England schreibt ihm den Betrag von 100.000 £, auch wenn er noch nicht in Anspruch genommen wird, gut und stellt die dafür erhaltenen Sicherheiten — Wechsel oder Effekten — auf die andere Seite der Bilanz. Die Bank von England trägt dieser Art der Inanspruchnahme in ihrer Diskontpolitik Rechnung.

Für die City ist die Bank von England in normalen Zeiten nur in den Monaten der starken Konzentrierung det public deposits von entscheidender Bedeutung. Die Gesamtsumme der von ihr zum Jahresschluß gewährten Kredite wird heute schon von mancher Depositenbank fast erreicht; sie hat rund 67 Millionen Pfund Depositen und emittiert ca 30 Millionen Pfund Noten; die größte Londoner Depositenbank hatte

zu Ende 1913 95 Millionen Pfund Depositen und 9 Millionen Akzepte, nach Abzug von 12 Millionen Kasse daher 92 Millionen Pfund dem Markt zur Verfügung stehende Mittel gegen 97 der Bank von England. Die Bedeutung der Bank liegt aber in der Möglichkeit der Notenemission im Krisen- und Kriegsfall und sie wird umso größer je stärker die Depositen steigen und je mehr England militärisch bedroht wird. Die Interventionskraft der Bank von England im nationalen Verkehr bei Abhebung von Depositen ist unbeschränkt, die Leistungsfähigkeit dem Ausland gegenüber aber begrenzt, zumal die Diskonterhöhung nicht mehr die alte Anziehungskraft übt; das ist aber das für die Beurteilung der Stärke der Bank von England entscheidende Moment, da die Probleme des englischen Geldmarkts nicht mehr wie ehedem aus der englischen Wirtschaft heraus, sondern aus dem internationalen Verkehr erwachsen, dessen Anforderungen sich die Marktverfassung nicht voll angepaßt hat. Nach altem Herkommen wird in der Literatur behauptet, daß der englische Markt durch die stark durchgeführte Arbeitsteilung charakterisiert wird. Der Begriff wird aber nicht ganz zutreffend angewendet. Die historische Entwicklung ging nicht etwa in der Weise von statten, daß die Banken zuerst alle Funktionen vereinigten, nachher einige davon abstreiften zugunsten von anderen Mitgliedern des Geldmarktes; die Banken behielten vielmehr die alte Form und überließen neu auftauchende Aufgaben andern Berufszweigen. Dadurch sind innerlich zusammenhängende Transaktionen getrennt worden. Der englische Geldmarkt entspricht noch heute dem individualistischen Ideal des Liberalismus: Die City ist der einzige Markt mit wirklich lebendem Geschäft, mit einer Fülle von untereinander konkurrierenden Geldgebern. Das Charakteristikum des Geldmarktkredits, der Mangel des Interesses des Gläubigers am Erfolg des Schuldners, kommt nirgendwo so deutlich zum Ausdruck wie in London. Aber auch kein andrer Markt ist so schwer zu organisieren, ein Moment, das bei den großen internationalen Verpflichtungen Lombardstreets besonders in die Wagschale fällt. Die Depositenbanken, auf welche in letzter Linie die Verantwortung fällt, stehen weder zur Notenbank noch zur Börse und bis in die neueste Zeit auch nicht zu den Hauptschuldnern, dem internationalen Warenhandel, in direkter Fühlung. Aus ihren geschäftlichen Beobachtungen heraus können sie heranziehende Krisen nicht konstatieren; es ist darum keine Gewähr für rechtzeitige Warnung an Handel und Börse, rechtzeitige Zurückhaltung im Waren- und Effektenkauf gegeben. Noch immer ist die Sturmglocke der Notenbank das einzige und späte Alarmsignal in Krisenzeit. Man hat nun oft versichert, daß der broker mit seinem liquiden

Geschäft und seinem kühlen Urteil durch Kündigung des Kredits nicht hart getroffen wird, da er seine Engagements, wenn er nicht anderswo Kredit erhalte, in kürzester Zeit abwickeln könne. Dies hat sich seit einem Vierteljahrhundert als zutreffend erwiesen, obwohl bei schweren internationalen Verpflichtungen das Schicksal mancher Akzepthäuser, die mit relativ geringem Eigenkapital im Rembours Verpflichtungen bis zu 15 Millionen Pfund auf sich nehmen, nichts weniger als gesichert erscheint. Mit Unrecht hat aber auch die Literatur sich den Citystandpunkt zu eigen gemacht; denn es kommt ja gar nicht auf die Haltung des brokers, sondern auf die Wirkung auf die hinter dem broker stehenden wirtschaftlichen Klassen an. Die englische Industrie, der Welthandel und die Londoner Börse werden aber infolge des Nebeneinanderstehens der einzelnen Geldmarktfaktoren, des Mangels einer Organisation ungleich stärker in Verwirrung gebracht als es bei langsamer Vorbereitung auf Krisen- und Kriegslagen der Fall wäre.

35. Der Berliner Geldmarkt.

Der Berliner Geldmarkt, der größte im Deutschen Reich, ist seiner Struktur nach das gerade Gegenteil des englischen. Er ist ein überwiegend nationaler, wenig individueller, straff organisierter Markt.

Die deutschen Großbanken haben in den beiden letzten Jahrzehnten eine Reihe von Ueberseebanken errichtet, deren Akzept aber bisher noch immer mehr in London als auf deutschen Plätzen begeben wurde. Das Remboursgeschäft der deutschen Banken selbst wurde gleichfalls überwiegend in London, nur zum geringeren Teil in Hamburg abgewickelt. Berlin hat kein ausgedehntes Remboursgeschäft. Das für den Geldmarkt wichtigste ausländische Wechselmaterial liefern dem Berliner Markt die Reiche Osteuropas, in erster Linie Rußland. Doch ist dieses Geschäft nur in geringerem Maß Rembours-, in weit größerem Rediskont- und Pensionskredit.

Die hauptsächlichsten Akzeptbegeber auf dem Berliner Markt sind die deutschen Kreditbanken. In der Darstellung des Akzeptkredits haben wir die Gründe angeführt, aus welchen diese Kreditform in Deutschland neben den Kontokorrentkredit getreten ist; es handelt sich dabei nicht um Kredite für die internationale Warenbewegung, sondern für industrielle Betriebe. Ihrem Wesen nach unterscheiden sich die Wechsel des Berliner organisierten Geldmarkts nicht von den sonstigen von den Kreditbanken in ihrem übrigen Geschäft gewährten Betriebskrediten; sie mobilisieren nur den Betriebskredit und geben dadurch den Banken

die Möglichkeit, die Kreditgewährung über die Grenze der Depositen und Kreditoren hinaus in dem Umfang zu erweitern als ihre Akzepte genommen werden. Die Nachfrage auf dem Geldmarkt nach Akzeptkredit steigt daher mit der industriellen Konjunktur an.

Die größten Akzeptnehmer waren lange Zeit hindurch die Seehandlung und das Bankhaus Mendelssohn; die Seehandlung verwaltet die Gelder des preußischen Staates; sie legt die ihr aus dieser Quelle zufließenden Mittel ausschließlich auf dem Geldmarkt im engeren Sinne an, verkehrt nur mit Banken und Bankiers. Diese Beschränkung ist ihr verübelt worden und besonders Prion hat unter Hinblick auf die Effektenkredite die herbe Kritik ausgesprochen, daß „das Beginnen einer Staatsbank mit Staatsmitteln die Börsespekulation geringen Zinsgewinns wegen zu unterstützen, vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus mehr als merkwürdig erscheine". Der Tadel ist nicht ganz gerecht, denn die Seehandlung ist im Verhältnis zum preußischen Staat nicht eine Bank, sondern Vermögensverwalterin. Sie muß die vom Staat benötigten Beträge an dem bestimmten Tag zur Verfügung haben und darf sie daher nur in einer Weise anlegen, die die Rückzahlung z. B. am 26. März verbürgt. Die unbedingte Möglichkeit der Rückzahlung bieten aber nur die Kredite des organisierten Geldmarktes; zudem kann die Seehandlung als zentralisiertes Institut direkte Kreditgewährung an Industrie und Handel nicht vornehmen, da sie die Verhältnisse der einzelnen Industrien zu prüfen kaum in der Lage ist. Dieses Ziel könnte nur bei Uebertragung der preußischen Staatsgelder an die Reichsbank erreicht werden, eine Organisationsänderung, die ungeachtet ihrer staatsrechtlichen Schwierigkeiten auch der Annäherung von Bank- und Privatsatz dienen würde.

Die gleichen Argumente, die für die Anlage der Seehandlungsgelder auf dem Geldmarkt entscheiden, waren für das Bankhaus Mendelssohn bei Verwaltung der russischen Guthaben maßgebend, die zur Einlösung der Kuponzinsen in Berlin belassen wurden. Erst in den letzten Jahren ist neben Seehandlung und Mendelssohn die Deutsche Bank als Geldgeberin von gleicher Kraft hinzugetreten. Die große Bedeutung der Staatsgelder verwaltenden Institute für den Berliner Geldmarkt hat zur Verschärfung der Anspannung an den Quartalen wesentlich beigetragen; da die Auszahlung der Beamtengehalte in Preußen vierteljährlich erfolgt, kann die Seehandlung diese und sie und Mendelssohn die für die Kuponzahlungen benötigten Mittel nur bis einige Tage vor dem Quartalschluß verleihen. — Der Privatsatz in Berlin ist regulär von der Bankrate weiter entfernt als an irgend einem andern Geldmarkt.

Zahlreiche Stimmen haben auf diese Tatsache hingewiesen und Abhilfe durch Erhöhung der Akzeptprovision der Banken gefordert. Die Kreditbanken haben im starken Konkurrenzkampf ihre Rivalen dadurch zu unterbieten versucht, daß sie manchen größeren Firmen an Stelle des Kontokorrents- den billigeren Akzeptkredit einräumten; die Akzeptprovision ging zeitweise bis auf 1/8% pro Quartal herunter, eine Rate, die kaum dem niedrigsten in London für die besten Welthandelswechsel gebotenen Satz entsprach. Das Konditionenkartell, das außer im Rheinland die Provision auf 1/4% erhöhte, dürfte einen Teil der Kredite vom organisierten Geldmarkt ableiten. In der billigen Akzeptprovision lag aber nicht der einzige Grund für den niedrigen Berliner Privatsatz. Die Kreditbanken waren ja nicht die stärksten Geldgeber. Die beiden lange Zeit stärksten Institute legen die Staatsmittel nur auf dem Geldmarkt im engeren Sinn an; da es für diese Kapitalien kein Abflußventil in andere Anlagen gibt, stehen dem Geldmarkt im engeren Sinn die dem Betrag nach wechselnden, aber außer den Quartalsenden stets erheblichen Mittel aus diesen beiden Quellen auch dann zur Verfügung, wenn die Nachfrage nach Akzeptkredit gering ist. Für die Verzinsung dieser Gelder gibt es prinzipiell keine Untergrenze, da hiefür weder die Konkurrenz des Auslands noch jene der Sparkassen noch endlich die Investitionsmöglichkeit in Betracht kommt. Sie müssen aber in ihrer Gesamtheit auf dem Geldmarkt im engeren Sinn angelegt werden und drücken daher den Privatsatz bei geringem Akzeptmaterial, zumal der andere Teil des organisierten Geldmarkts, der Markt für börsemäßigen Effektenkredit, in Berlin die Elastizität der Aufnahmsfähigkeit nur in geringem Maß besitzt.

Die Börse ist in Berlin nicht der starke Rezeptor für anlagesuchendes Geldmarktkapital wie in London. Gesetzliche Bestimmungen, strenge Praxis der Zulassungsstelle, scharfe Kritik der Oeffentlichkeit, stabile Dividendenpolitik einer großen Zahl führender Unternehmungen wirken mehr und mehr dem raschen Entstehen starker Spekulationsbewegungen entgegen; einen eigentlichen „boom“ hat Deutschland in unserem Jahrhundert nicht gehabt — die Spekulation deutschen Kapitals an ausländischen Börsen fällt dem Berliner Geldmarkt im engeren Sinn nicht zur Last —; das Steigen der Kurse von Wertgruppen vollzieht sich nur ausnahmsweise sprunghaft und die Differenz im Gesamtbetrag der Neuemissionen in den einzelnen Jahren ist nicht entfernt so groß wie in England. Infolgedessen staut sich namentlich nach den drei ersten Quartalsanfängen disponibles Geldmarktkapital auf dem Diskontenmarkt und drückt den Privatsatz umso stärker unter die offizielle Rate, je mehr

die Reichsbank sich in ihrer Diskontpolitik von Zukunftserwägungen bestimmen läßt.

An der Gesamtsumme der in Deutschland verfügbaren Bankmittel gemessen erscheint die Quote, die auf dem Berliner Geldmarkt im engeren Sinn verliehen wird, relativ gering. Die fremden Gelder der deutschen Aktienbanken betrugen am 31. Oktober 1913 rund 8 Milliarden Mark. Da aber hievon 4½ Milliarden in Debitoren, Effekten und Beteiligungen angelegt waren, blieb dem Geldmarkt nur 3½ Milliarden zurück, wozu noch die Akzepte mit 2 Milliarden kamen, von denen aber rund ½ Milliarde auf London entfiel. Es standen somit dem deutschen Geldmarkt 5 Milliarden zur Verfügung, von denen sicherlich mehr als die Hälfte für Warenvorschüsse und Diskontierung von Warenwechseln verwendet wurde. Auch bei Einrechnung der Seehandlungs- und Privatbankgelder dürften demnach dem organisierten Berliner Geldmarkt kaum mehr als drei Milliarden Mark zur Verfügung stehen. Die Schwankungen im Kapitalangebot gehen weit mehr auf die Seehandlung und ausländische Staatsguthaben als auf die Kreditbanken zurück, die als Geldgeber mit viel größerer Regelmäßigkeit auftreten, auch in Krisenzeiten sich mehr durch Kündigung von Effektenkrediten als durch Zurückhaltung auf dem Diskontenmarkt sich die nötigen Mittel zu schaffen suchen. So gingen die Reports und Lombards der acht Berliner Kreditbanken in der Zeit des Balkankriegs von 1044 auf 673 Millionen Mark zurück, während der Gesamtbetrag der Bankakzepte sich kaum verringerte.

Im Gegensatz zur City ist der Berliner Geldmarkt straff organisiert — im Gegensatz auch zum deutschen Geldmarkt im weiteren Sinn. Denn auf diesem verursachen die allerdings mit dem Schwerpunkt ihrer Wirksamkeit auf dem Kapitalmarkt arbeitenden Sparkassen, die bisher eines Zentralorgans entbehren, die zahlreichen Kreditgenossenschaften verschiedener Systeme, deren Zentralorgane nur teilweise genügend durchgebildet sind und die noch immer mannigfaltigen Provinzbanken und Bankiers eine starke Unübersichtlichkeit und Zersplitterung. Auf dem Geldmarkt im engeren Sinn jedoch tritt nur eine beschränkte Zahl von Kreditbanken als Akzeptenehmer auf, neben ihnen noch zeitweise Versicherungsgesellschaften und Hypothekenbanken. Die großen Kreditbanken stehen im Zentrum des Wirtschaftsverkehrs, sie sind mit Industrie und Handel eng verbunden, beherrschen die Börse und haben Sitz im Zentralausschuß der Reichsbank. Sie haben die Möglichkeit durch Beobachtung der einzelnen Industriezweige ein fundiertes Urteil über die Konjunkturentwicklung zu gewinnen, und sie besitzen den Einfluß Industrie und Börse rechtzeitig zurückzuhalten. Es kommt nur darauf an,

daß die Anschauungen der Leiter der wenigen entscheidenden Institute in die gleiche Richtung gehen, um eine präventive Geldmarktpolitik zu erreichen.

36. Der Pariser Geldmarkt.

Der französische Geldmarkt im weiteren Sinn ist infolge des Reichtums des Landes und der starken Konzentration der Kreditbanken, die ihre Tätigkeit fast ausschließlich auf Geldmarktkredite beschränken, im Frieden fast zu allen Zeiten flüssig. Die französischen Banken fahnden geradezu nach Wechseln und liquiden Kontokorrentkrediten und sie haben zum Teil Filialen im Ausland angelegt, weil ihnen Frankreich nicht hinreichend Material bot. Die Bank von Frankreich hat die Funktion einer Zentralgenossenschaftsbank übernommen und durch die umfangreiche Diskontierung kleiner Wechsel — mehr als die Hälfte ihres Wechselbestandes lautet auf einen Betrag unter 100 Frs. — die Mobilisierung auch kleiner Forderungen begünstigt. Da sie regulär nur Wechsel mit drei Unterschriften diskontiert, ist einem Teil der Provinzbankiers die Geschäftsmöglichkeit gewahrt durch ihr Giro auf den Wechseln einen Zwischengewinn zu erzielen. Auf dem Geldmarkt im engeren Sinn ist ein einheimisches Akzeptmaterial nur in geringen Quantitäten vorhanden. Die vier großen Kreditbanken hatten zu Ende 1912 kaum 600 Millionen Frs. Akzepte ausgegeben, von denen ein erheblicher Teil als Remboursakzepte in London gehandelt wurde. Die Provinzbanken beginnen erst in neuester Zeit sich zu regen, die Provinzbankiers konnten ihre Akzepte erst neuerdings seit dem Zusammenschluß zu einem Syndikat in stärkerem Umfang unterbringen. Große Handels- und Industriefirmen bringen nur außerordentlich selten ihre Akzepte auf den Markt; die Nachfrage auf dem Bankakzeptenmarkt aus französischer Herkunft ist darum nicht groß. Das Ausland dagegen nimmt den Pariser Markt zu manchen Zeiten stark in Anspruch, zum Teil durch Ziehungen von Auslandsbanken auf Pariser Bankfirmen, die unter ausländischem Einfluß stehen, zum Teil durch Wechselpensionierung. Sehr starke Nachfrage nach Kredit hat der Effektenmarkt sowohl für Spekulations- wie für Emissionszwecke. Als Geldgeber kommen neben den vier Kreditbanken vornehmlich der Crédit foncier und einige große Privatbankhäuser, in erster Linie Rothschild in Betracht. Zwischen den Banken werden die Konditionen für die hauptsächlichsten Marktsätze vereinbart, wobei der Privatsatz nicht tief unter die Bankrate gelegt wird. Der Staat verwaltet seine Gelder durch die Bank von Frankreich, die staatliche Caisse de depots

et consignations, die Zentralstelle der Mündel- und Sparkassegelder, arbeitet in engem Anschluß an die Notenbank.

Auf dem Pariser Effektenmarkt stehen Rentenwerte im Zentrum des Verkehrs; die Kreditsätze dürfen daher nicht für längere Zeit den Rentenzins überschreiten, wenn nicht die Spekulation und die Unterbringung dieser Werte gefährdet werden soll. Der Pariser Börse bereiten darum schon Effektenkreditsätze von mittlerer Höhe Schwierigkeiten, die auf den ersten Blick angesichts der dauernd niedrigen Geldmarktraten unerklärlich erscheinen.

37. Der New Yorker Geldmarkt.

Der New Yorker Geldmarkt unterschied sich bisher grundwesentlich von den Märkten Europas. Ihm fehlte die Zentralbank, die als Stützerin des Marktes dienen könnte, und in die Kreditbanken New Yorks fließt eine viel geringere Quote der Gesamtsumme der Depositen der Union als in irgend einem andern Reich. Die gesetzliche Ermächtigung an die Nationalbanken der Provinz einen Teil ihrer Kassenreserve nach New York, Chicago und San Francisco zu legen, konnte auch nicht annähernd einen Ersatz für die durch das Verbot der Filialbildung außerhalb eines Bundesstaats gebotene Unmöglichkeit einer Kreditbankorganisation bieten. Die Depositen der New Yorker Banken betragen weniger als zehn Prozent aller fremden Gelder der amerikanischen Banken, während die hauptstädtischen Banken in Europa über die Mehrheit der Depositengelder des Landes verfügen. Die fremden Mittel der amerikanischen Banken sind wesentlich größer als jene der englischen und deutschen Institute, aber dem Geldmarkt New York steht davon eine so geringe Quote zur Verfügung, daß er sich mit London, zu manchen Zeiten auch mit Berlin und Paris nicht messen kann. Da die Reserven der Provinzbanken in den Monaten des Lokalbedarfs zurückgezogen werden und ein Ausgleich zwischen den Gegenden des Kapitalüberschusses und jenen des Kapitalmangels wegen der Unmöglichkeit der Filialbildung nicht durchführbar ist, ist das Kapitalangebot in New York wesentlich stärkeren Schwankungen unterworfen als auf den europäischen Plätzen.

Ebenso ist die Art der Kapitalnachfrage von jener in Europa wesentlich verschieden. Ein Wechselmarkt sowohl für den innern Kredit- wie für den Remboursverkehr hat sich infolge des für die Nationalbanken bisher geltenden Verbotes des Akzeptierens nicht bilden können. Die promissory notes, eine Art Solawechsel von Industrie und Handel,

waren wegen der Ungleichförmigkeit der Sicherheit zu börsemäßigem Handel ungeeignet. Das Fehlen eines Wechselmarktes hat für die amerikanische Wirtschaft schwere Nachteile: Die Importeure mußten sich zumeist einen Kredit in London eröffnen lassen, wegen der Zwischenkommissionsgebühr und der Wechselkursgefahr ein nachteiliger Vorgang. Der amerikanische Exporteur hat gleichfalls mit Schwierigkeiten zu kämpfen, da es im Ausland wenig Wechsel auf Amerika gibt und die Dollarwährung sich daher dort nicht einbürgern kann. Die amerikanische Industrie kann ferner mit Ausnahme der allergrößten Firmen vom Ausland infolge des Fehlens des Wechselmarktes nicht Kredit erhalten. Der Geldmarkt in New York erstreckt sich bisher ausschließlich auf Börsedarlehen und hier wieder in erster Linie auf tägliches Geld, da es ein Termingeschäft im europäischen Sinn nicht gibt. Den New Yorker Banken ist vielfach einseitige Begünstigung der Börse zum Vorwurf gemacht worden — aber sie konnten unter den bisher bestehenden Verhältnissen die kurzfälligen Gelder nicht anders anlegen. Da sie, um Depositen zu erhalten, 2% vergüten und daher von den Spesen abgesehen wegen des Zwangs zu 25% Barreserve 2¾% verdienen mußten, waren sie für besonders liquide Anlagen auf die Börsenkredite geradezu angewiesen. Dieses Anlagesystem führte aber der Börse zu manchen Zeiten Geldströme zu und vermochte bei Zusammentreffen sonstiger Voraussetzungen die Spekulation aufzupeitschen, entzog zu andern Zeiten jäh den größten Teil der verfügbaren Mittel und verursachte daher Kursschwankungen, die nicht in den Verhältnissen der Unternehmungen, sondern in jenen des Geldmarkts begründet waren.

Die Notenbankreform nach dem Gesetz vom 23. Dezember 1913 schafft eine Notenbank in New York, erlaubt ihr den Ankauf von Bankakzepten und Kabeltransfers und gestattet den Nationalbanken, sich bis zur Hälfte des Eigenkapitals sechsmonatlich beziehen zu lassen. Dadurch ist die Möglichkeit eines Rembours- und inländischen Diskontenmarktes gegeben. Freilich wird dieser wegen der Einteilung der Union in elf Distrikte nicht ein Zentralgeldmarkt für die Vereinigten Staaten, sondern zunächst nur ein New Yorker Geldmarkt werden können. Der Börse werden dagegen durch die Reform Mittel entzogen. Bisher bestanden drei Zentralreservestädte: New York, Chicago und St. Louis, in deren Banken die Provinzinstitute einen Teil ihrer Depositenreserve hinterlegen durften, während nun diese Einlagen bei jener der elf Notenbanken vorzunehmen sind, in deren Distrikt die Depositenbank ihren Sitz hat. Dadurch wird den New Yorker Banken ein erheblicher Teil ihrer Depositen entzogen; gleichzeitig verliert durch Schaffung eines Dis-

kontenmarkt der Effektenkredit seine Monopolstellung als einzige liquide Anlageform. Es wird abzuwarten sein, ob durch Schaffung eines Termingeschäfts für diese Lücke Ersatz gewährt werden wird.

38. Der Verkehr zwischen den Geldmärkten.

Wie in der geschichtlichen Darstellung der Diskontpolitik ausgeführt wurde, hat die Einführung der Goldwährung oder des Gold-exchange standard, die Verbesserung des Nachrichten- und des Zahlungsdienstes den Verkehr zwischen den Geldmärkten lebhaft gestaltet. Die Ueberzeugung von der Stärke der Stromverbindungen zwischen den einzelnen Plätzen ist so allgemein, daß die überwiegende Mehrheit der Nationalökonomen eine unbegrenzte Kommunikation zwischen den Geldmärkten annimmt. Wäre dies der Fall, dann würde der Geldmarktpreis weltwirtschaftlich bestimmt werden. Wir halten aber erst in den Anfangsstadien einer derartigen Entwicklung.

Die Ausgestaltung des internationalen Postanweisungs- und Postscheckverkehrs hat vielfach die Vorstellung einer näheren Verbindung der Märkte erweckt — es handelt sich aber dabei lediglich um eine Verbesserung der Zahlungsmethode, die nur für die Goldbewegungen von Land zu Land von Wichtigkeit ist; für den Geldmarktverkehr kommen beide Einrichtungen überhaupt nicht in Betracht, da dieser sich der Banküberweisungseinrichtungen allein bedient. Die weite Verbreitung der telegraphischen An- und Ueberweisung im Kreditbankverkehr hat die Möglichkeit sofortiger Ausnützung von Zinsunterschieden zwischen den Märkten gegeben; aber ungeachtet dieser Möglichkeit vollzieht sich nicht etwa eine Arbitrage, die die Differenzen sofort vollständig ausgleichen würde — wir sehen im Gegenteil dauernd starke Abweichungen sowohl des Privatsatzes wie der Effektenkredite an den einzelnen Märkten. Es bietet somit nicht die Tatsache des Verkehrs zwischen den Märkten, sondern die Grenzen dieses Verkehrs wissenschaftliches Interesse.

Vor allem ist der Verkehr von Land zu Land auf den Geldmarkt im engeren Sinn beschränkt und zwar sowohl hinsichtlich der Geldgeber wie der Geldnehmer. Nur die Kreditbanken und einige Großkapitalisten führen einen Teil ihrer flüssigen Mittel dem Markt des höheren Zinsfußes zu, der ungeheuren Mehrheit der Kapitalbesitzer liegt ein internationaler Vergleich ferne. Der Franzose trägt sein Sparkapital in den Crédit Lyonnais, auch wenn dieser ½%, die Banken der Nachbarländer aber 3% vergüten. Die Spannung des Einlagezinses zwischen den deutschen und österreichischen Banken beträgt zeitweise bis zu 3%,

zwischen den Sparkassen bis 2%, aber nur wenige Grenzbewohner nützen diesen Unterschied aus. Der Einleger hat zu ausländischen Banken entweder kein Vertrauen oder er kennt sie und ihre Bedingungen gar nicht. Sparkassen und Kreditgenossenschaften üben selbst im eigenen Land außerhalb ihrer Provinz nur eine beschränkte Anziehungskraft aus, Einlagen aus dem Ausland heranzuziehen gelingt ihnen nur ausnahmsweise. Umfangreiche Reklame zur Werbung ausländischer Einlagen schadet dem Kredit der Sparkassen und noch mehr dem der Kreditbanken. Nationaler Gegensatz und Unkenntnis der Auslandsverhältnisse haben zumeist die Hinterlegung von Einlagen selbst in jenen Fällen verhindert, wo ausländische Banken Zweigniederlassungen errichtet haben. Die deutschen und französischen Banken in London bekamen nur von den deutschen und französischen Kaufleuten, aber nicht vom englischen Publikum Depositen und von den zahlreichen in Frankreich arbeitenden Fremdbanken hat nur die belgische Société générale und vereinzelte schweizer Institute Einlagen von Franzosen erhalten können. Die Kontokorrenteinlagen aber sind schon wegen der Art der Verfügung national gebunden, da die Eröffnung eines Konto nur in jenem Lande zweckmäßig ist, in welchem der Kontoinhaber Zahlungen zu leisten hat.

Mit Ausnahme weniger Großkapitalbesitzer, die mit Auslandsbanken Fühlung unterhalten und die Schwankungen der Einlagevergütung verfolgen, führt das Publikum seine Mittel den nationalen Instituten zu. Von diesen arbeiten Sparkassen und Genossenschaften nur in geringem Maß auf dem Geldmarkt. Die Versicherungsgesellschaften sind durch Gesetze zur Verwendung auf dem nationalen Markt verpflichtet. Die Hypothekenbanken, die ihre überschüssigen Mittel zum Teil auf dem Geldmarkt anlegen, sind in manchen Reichen durch Gesetz national gebunden und kennen auch bei gesetzlicher Freiheit zu wenig die Einrichtungen der fremden Märkte um sich dort zu betätigen. Staatsinstitute wie die Postsparkassen und Postscheckämter, die preußische Seehandlung und die französische Caisse de depôts arbeiten ausschließlich auf dem heimischen Markt. Von den Guthaben ausländischer Staaten ist ein Teil durch Anleihensverträge, ein anderer durch Währungsrücksichten an einen bestimmten Markt gebunden.

Es bleibt somit zur Wanderung von Land zu Land nur ein Teil der Gelder der Kreditbanken übrig. Die Kreditbanken verwenden auf dem Geldmarkt im engeren Sinn jene Quote ihrer fremden Gelder, die sie in liquidester Weise anlegen wollen. Da die Geldmarktanlage das wichtigste flüssige Aktivum der Kreditbanken ist, kann nur ein Teil der hiefür verfügbaren Mittel im Ausland verwendet werden, da sonst

bei politischen Krisen die Zahlungsfähigkeit gefährdet wäre. Für einen Teil der Geldmarktkredite ist nicht die Verzinsung allein, sondern bankpolitische Rücksichten entscheidend, namentlich für die Gewährung von Effektenkredit im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft. Endlich können die inländischen Geldmarktkredite zum weitaus größten Teil ohne Benützung von Währungsgeld gewährt werden, die ausländischen dagegen können nur aus Forderungen gegen den konkreten Auslandstaat, aus Barkasse oder Guthaben bei der Notenbank geleistet werden, sodaß erst der in den meisten Ländern sehr starke Widerstand der Notenbank gegen die Goldhergabe für Auslandskredit überwunden werden muß.

Für die Verzinsung der den ausländischen Plätzen zur Verfügung gestellten Gelder bildet die Untergrenze die Leihrate, die auf dem heimischen Geldmarkt bei gleichwertiger Anlage zu erreichen ist zuzüglich des Valutarisikos.

Die Anlagen des Geldmarkts im weiteren Sinn scheiden aus der internationalen Konkurrenz aus. Die Banken geben im Ausland arbeitenden Unternehmungen nur ganz ausnahmsweise Betriebskredit, weil ihnen die Kontrole der Betriebsführung unmöglich ist. Es ist zwar in einzelnen Reichen durch Gewährung des Betriebskredits in Form des Bankakzepts gelungen, den Geldmarkt im engeren Sinn zur Deckung eines Teiles des Betriebskredits zu gewinnen, aber die Unterbringung derartiger Akzepte im internationalen Verkehr hat vielfach — wie uns scheint mit Recht — Schwierigkeiten bereitet. Die Konditionen für den Betriebskredit sind darum in allen Reichen von der Bankrate, nicht vom Privatsatz abhängig. —

Die Wanderungsrichtung der Leihgelder ist nicht allein von der Stärke des Kapitalreichtums abhängig: ein ärmeres Reich sendet in das reichere Leihkapital, wenn dort zeitweise der Zins höher ist entweder wegen schlechter Organisation des Geldmarkts — zum Beispiel bisher New York — oder im Fall intensiver Konjunktur im reicheren Land bei gleichzeitiger Depression im ärmeren oder bei Zusammentreffen einer ungünstigen Jahreszeit auf dem Geldmarkt des reicheren mit einer günstigen auf jenem des ärmeren Staates — so ist z. B. London in den ersten Monaten des Jahres wegen der Steuereinzahlung bei der Bank von England relativ angespannt, während die kontinentalen Märkte, von den Monatsschlüssen abgesehen, gerade im ersten Vierteljahr im Verhältnis zum Jahresdurchschnitt flüssigen Geldstand aufzuweisen pflegen. —

Wie wir sahen, ist der Verkehr unter den Geldmärkten außeror-

:ntlich eingeschränkt. Zwischen den Notenbanken aber besteht über- upt keine Verbindung. Die noch vor einem halben Jahrhundert ernst örterten Vorschläge der Errichtung von Auslandsfilialen der Noten- nken, der Annahme von Auslandsnoten zu festem Preis sind aus der iskussion längst verschwunden. Aber auch der vom mitteleuropäischen 'irtschaftsverein angeregte Giroverkehr zwischen den Notenbanken : bisher, von den drei skandinavischen Banken abgesehen, wegen der it ihm verbundenen Kreditgewährung nirgends eingeführt worden. ie politische Spannung der Gegenwart steht einstweilen der Verwirk- hung all dieser Pläne hindernd im Weg. Der sensationelle Eindruck, :n die in Krisenzeiten erfolgte Rediskontierung von Wechseln mit Giro :r Bank von England bei der Bank von Frankreich hervorgerufen hat, : eher für die ausschließlich nationalwirtschaftliche Stellung der Noten- nken bezeichnend, da die Beträge, um welche es sich in den wenigen ällen internationaler Hilfeleistung handelte, in anbetracht der Größe :r beiden Institute überaus gering waren.

III. Der Kapitalmarkt.

39. Die Anlagen des Kapitalmarkts.

Kapitalmarkt wird der Markt für Investitionskapital bezeichnet. n der Theorie ist der Begriff des Kapitalmarktes hart umstritten worden nd mehrere neue Autoren der Kapitallehre neigen dazu die Grenzen zwi- hen Geld- und Kapitalmarkt zu verwischen. Für die Praxis der Bankleitung : aber die Scheidung beider Märkte von der größten Wichtigkeit. Ein tes englisches Wort erblickt das Kriterium des tüchtigen Bankleiters : der scharfen Trennung von Wechsel und Hypothek — das heißt von 'eldmarkt- und Kapitalmarktanlage; nach den Erfahrungen zweier ahrhunderte scheint dieses Wort zu den wenigen Regeln zu gehören, e im Bankwesen zu allen Zeiten Geltung besitzen.

Auf dem Geldmarkt wickeln sich liquide Zinsgeschäfte ab. Der 'etriebskredit muß notfalls bei Auflösung des Unternehmens aus den orhandenen flüssigen Aktiven, der Effektenkredit aus dem Verkauf :r Deckungseffekten rückgezahlt werden können. Der Schuldner uß seinen Betrieb einschränken oder einstellen, seine Spekulation auf- eben. Der Kredit wird entweder durch die Vornahme des Betriebs- :tes — die Fortsetzung des Produktionsprozesses, den Warenverkauf, e Ausführung der Spekulation — vom Schuldner selbst oder durch wangsexekution vom Gläubiger zur Rückzahlung gebracht. Im letzteren

Fall ist Eigeninvestition des Gläubigers durch Uebernahme der Fabrik oder der Effekten nicht nötig. Bei starker Minderung der dem Geldmarkt zur Verfügung stehenden Mittel kann das Gesamtquantum der Geldmarktnachfrage wesentlich eingeschränkt werden.

Die Anlagen des Kapitalmarktes sind aber ihrer Verwendung nach bestimmt. Die Minderung des Kapitalangebots verringert nicht das Quantum der Nachfrage, sondern nur den Wert der Anlagen. Herausziehung des auf dem Kapitalmarkt angelegten Kapitals ist für die Volkswirtschaft nur im Fall der Beteiligung des Auslands an inländischen Investitionen möglich. Die einzelne Privatwirtschaft kann ihr angelegtes Kapital nur durch Verkauf des Unternehmens zurückerhalten. Der Kreditgeber läuft auch bei den Zinsgeschäften des Kapitalmarktes Unternehmerrisiko. Wenn er auf ein Haus Hypothek gewährt und infolge Sinkens der Mietzinse oder von Leerstehungen die Zins- und Tilgungsraten nicht gezahlt werden, muß er das Haus erwerben und verwalten, wenn es ihm nicht gelingt, es durch Zwangsversteigerung zu veräußern; wenn ein Schuldnerstaat seinen Verbindlichkeiten nicht nachkommt, muß er die Verwaltung der Finanzen übernehmen, bis der Staat wieder leistungsfähig wird, sofern es nicht gelingt die fehlenden Mittel durch eine neue Anleihe zu beschaffen. Der an ein Unternehmen zum Grund- oder Maschinenkauf gewährte Kredit kann bei nicht ungewöhnlich hohem Gewinn nur durch Aktien- oder Obligationenausgabe rückgezahlt werden; ist dies nicht möglich, so bleibt der Kreditgeber mit dem Schicksal des Unternehmens dauernd verbunden.

Für die Banken, die ihrer Natur als Kreditnehmer nach als Eigenunternehmer nur ausnahmsweise auftreten können, ist die Verkaufsmöglichkeit jener Objekte, auf welche sie Kredit gegeben haben, oder der Eigentumsanteile an diesen von entscheidender Bedeutung. Nur für wenige Gütergruppen haben sich wirkliche Märkte ausgebildet, so vereinzelt für städtische Terrains. Es fehlt fast allen Gütern des Kapitalmarkts die für die Marktentstehung wesentliche Vertretbarkeit des Objekts. Ein Gut, ein Haus, eine Hypothek, eine Fabrik muß individuell beurteilt werden, jede Veräußerung ist von einer Reihe von Zufallsmomenten abhängig, ein Marktpreis nur in Ausnahmsfällen (z. B. bei Großstadthäusern in zentraler Lage) gegeben, die Verkaufsmöglichkeit selbst zweifelhaft, vor allem die sofortige Verkaufsmöglichkeit, auf die es dem Kreditgeber in erster Linie ankommt, nur in wenigen Fällen gesichert. Einen organisierten Markt besitzen lediglich die Kapitalanteile in Effektenform.

40. Die Tätigkeit der Banken auf dem Kapitalmarkt.

Auf den Kapitalmärkten des Kontinents und der Vereinigten Staaten haben die Banken führende Position erlangt. Das erscheint auf den ersten Blick verwunderlich, denn ihrer Organisation nach sind die Banken für Kapitalmarktanlage nicht eingerichtet. Von allen Kreditinstituten sind nur die Pfandbriefbanken und die Lebensversicherungsgesellschaften zu langfristiger Kapitalanlage geeignet: Die ersteren geben Obligationen auf Jahrzehnte hin aus, von denen alljährlich eine kleine Quote getilgt wird, die Versicherungsgesellschaften können mit einem festen Stock an Prämienreserve mit unbedingter Sicherheit rechnen. Einen Grad weiter halten die Sparkassen: Sie haben relativ kurzfällige Kündigungsfristen für die Einlagen vorgesehen und können die Höhe der Rückzahlungen nur erfahrungsmäßig schätzen. Immerhin ist das Einlagenminimum, das ihnen zu allen Zeiten verbleibt, sehr beträchtlich. Versicherungsgesellschaften und Sparkassen bevorzugen demgemäß die langfristigen Hypotheken. Die Kreditbanken verwalten Guthaben, die vom Besitzer als Kasse angesehen werden und sehr rascher Abhebung unterliegen. Die Quote der fremden Gelder, die sie als dauerndes Minimum ansehen können, muß darum wesentlich niedriger angesetzt werden. Die Höhe der Quote die auf dem Kapitalmarkt — u. z. in Form von industriellem Anlagekredit — verwendet wird, schwankt nach dem Kapitalreichtum und den Banktraditionen der einzelnen Reiche. Die englischen Kreditbanken gewähren aus diesem Grund nur in relativ geringem Umfang Anlagekredit, die französischen Institute überhaupt nicht. Auch die Notenbanken könnten mit einem Minimum an Depositenbestand mit Sicherheit rechnen und mit diesem Betrag Kapitalanlagen vornehmen; aber mit Ausnahme der russischen Staatsbank halten sie sich mit Rücksicht auf ihren Kredit und ihre Liquidität vom Kapitalmarkt ferne.

Neben der direkten Kreditgewährung hat die kommissionsweise Tätigkeit der Banken für den Kapitalmarkt große Bedeutung: durch den kommissionsweisen Kauf und Verkauf von Effekten haben sie Einfluß auf die Vermögensverwaltung der Kapitalbesitzer gewonnen; sie haben dadurch die Möglichkeit, größere Effektenposten unterzubringen und sehen sich infolgedessen, um Gründungs- oder sonstigen Zwischengewinn an sich zu ziehen, veranlaßt, Effekten behufs Unterbringung auf dem Markt selbst zu erwerben. Effektenkommissions-, -plazements und -konsortialgeschäft werden nicht allein von den Banken betrieben und sind auch nicht Geschäfte, die einem Passivgeschäft gegenüberstehen.

Aber die Wirksamkeit der andern Organisationen, selbst der Börse tritt hinter jener der Banken bei weitem zurück; und gerade diese Tätigkeit läßt die Machtstellung der Banken auf dem Kapitalmarkt und in der Wirtschaftspolitik des Kontinents deutlich erklären.

Wir scheiden demnach die Tätigkeit der Banken auf dem Kapitalmarkt in:

1. Den Hypothekarkredit, gewährt durch Pfandbriefbanken, Versicherungsgesellschaften, Sparkassen.
2. Den Baukredit, in engem Zusammenhang mit dem Hypothekarkredit und meist von den gleichen Instituten gewährt, aber vom Bankstandpunkt aus vom Hypothekarkredit grundwesentlich verschieden.
3. Den industriellen Anlagekredit, gewährt durch Kreditbanken, und seine Abart, den gewerblichen Anlagekredit, gewährt durch Genossenschaften.
4. Das Effektenkommissions-, Plazements- und Konsortialgeschäft. —

Eigene Anlagen der Kreditbanken auf dem Kapitalmarkt kommen in der Gegenwart nur ausnahmsweise vor. Die Praxis der älteren großen Finanzhäuser (Rothschild, belgische Société générale) die Aktien von Industrieunternehmungen zu erwerben um der Wertsteigerung willen, die sich im Lauf der nächsten Generation ergeben würde, ist von den Banken schon seit einem halben Jahrhundert verlassen worden. Der Effektenbesitz aus Konsortialgeschäften ist nur vorübergehende Anlage — für die Zeit zwischen der Bildung des Konsortiums und der Plazierung der Aktien. Die übrigen Anlagen der Kredit- und Hypothekenbanken auf dem Kapitalmarkt, von dem Grundbesitz für die eigenen Geschäftszwecke abgesehen, sind als Notanlagen zu charakterisieren: hieher gehört der Hauserwerb bei Versteigerung des Grundstücks, auf welches Hypothek gewährt worden war, der Fabrikserwerb bei ungünstigem Anlagekredit, der Effektenbesitz aus gescheiterten Emissionen, durchwegs Folgen mißglückter Betätigung.

Sparkassen und Versicherungsgesellschaften haben starken dauernden Besitz an Rentenwerten; Rentenerwerb durch die Kreditbanken ist oft diskutiert worden. In England wird seit drei Menschenaltern darüber gestritten, ob in Krisenzeiten der Wechsel oder die Rente liquider sei; indeß kann man den Vergleich nur zwischen Wechsel und Staatsrenten mit ihrem breiten Markt, nicht aber den andern Rentenwerten ziehen. Aber auch im Fall gleicher Liquidität eignet sich die Rente nicht als Anlage für die Kreditbanken, da diese auf die Möglichkeit rascher Abstoßung

der Aktiven vorbereitet sein müssen, der Verkauf der Renten in größeren Mengen aber sich nur zu gedrückten Kursen, daher meist mit Verlust für die Bank durchführen ließe. Zudem ist der Zugang zur Notenbank auf Grund von Rentenbesitz auf dem Kontinent teurer und in manchen Reichen, vornehmlich Deutschland, enger als auf Grund von Wechselbesitz.

41. Der Hypothekarkredit.

In den Staaten des europäischen Kontinents hat der Hypothekarkredit infolge der Einrichtung des Grundbuchs und des ausgebildeten Grundbuchsrechts eine bevorzugte Stellung erlangt. Die Prinzipien der Publizität und Priorität gewähren dem Gläubiger die Sicherheit auf das zinstragende Objekt bei Nichtzahlung der vereinbarten Zins- und Tilgungsrate greifen zu können und der Charakter der Hypothek macht dieses Recht von der Person des Eigentümers unabhängig. Eine Reihe von Bankinstitutionen, die sich in einer jahrhundertelangen Entwicklung ausgebildet haben, pflegt den Hypothekarkredit innerhalb der vom Statut und — namentlich in Deutschland und Oesterreich — vom Gesetz gezogenen Grenzen.

Der Hypothekarkredit ist der langfristigste unter allen Kreditformen. Die kühne Konstruktion, welche die preußischen Landschaften in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts anbahnten, hat die Gewährung von Krediten für ein halbes Jahrhundert ermöglicht. Die unkündbare Amortisationshypothek ist die bankmäßige Anlageform für Institute, die in Jahrzehnten tilgbare Pfandbriefe ausgeben. Die Sicherheit der Kreditform wurde bald allgemein anerkannt, und als in den Kriegen gegen Napoleon 1814 die Kurse der preußischen 4% Renten bis auf 50% heruntersanken, behielten die 4% pommerschen Pfandbriefe den pari-Stand. Nach dem Vorbild der Landschaften wandten die im zweiten und dritten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts entstandenen Sparkassen und Versicherungsgesellschaften Deutschlands und Oesterreichs ihr Interesse dem Hypothekarkredit zu; während die Landschaften den ländlichen Grundbesitz beliehen, erstreckten die Sparkassen und Versicherungsgesellschaften ihre Wirksamkeit auf die städtischen Häuser und ihnen folgten auch die in der Gründerzeit zahlreich entstandenen Aktienhypothekenbanken. In der letzten Generation sind in Deutschland, Oesterreich und Rußland eine Reihe öffentlichrechtlicher Bodenkreditinstitute entstanden, die ihre Tätigkeit überwiegend dem ländlichen Grundbesitz zuwenden. — Bei den Pfandbriefinstituten, gleichgültig ob sie öffentlichrechtlich, genossenschaftlich oder in Aktienform errichtet sind, scheidet die Liquiditäts-

frage aus den Erwägungen der Bankleitung fast vollständig aus. Die Bank hat z. B. Kredite auf 50 Jahre mit einer bestimmten jährlichen Tilgungsquote gewährt und sie emittiert zur Deckung derselben Pfandbriefe mit gleicher Laufzeit und gleicher Tilgungsquote. Auch wenn ein beliehenes Objekt zur Versteigerung kommt, benötigt die Hypothekenbank zu seiner eventuellen Erwerbung, von Kosten abgesehen, keine neuen Mittel. Das Geschäft selbst wickelt sich schematisch ab: Die Schätzung des Objekts nach Ertrags- und Verkaufswert vollzieht sich nach festen Grundsätzen, die Aufgabe der Bankleitung ist auf die Auswahl der zu belehnenden Objekte, die Kontrole der Schätzung und die Sorge für die Unterbringung und den Kurs der Pfandbriefe beschränkt. Die Auswahl der Objekte geschieht nach althergebrachten Grundsätzen — Bevorzugung der im Zentrum der Städte gelegenen Grundstücke, jedoch nicht ausschließliche Konzentrierung der Darlehen auf einen einzigen Stadtteil, auf dem Land nicht ausschließliche Konzentrierung auf eine einzige Betriebsform —; von der Gewissenhaftigkeit der Schätzung hängt das Schicksal der Hypothekenbank ab, die Erfahrungen des letzten Jahrzehnts haben zur Genüge gezeigt, daß statutarische und gesetzliche Begrenzung auf 50, 60 oder 66⅔ % des Objektwerts bei unvorsichtiger Direktion ohne Wert ist. Die Verlockung zu „Schornsteinhypotheken" ist in jenen Zeiten besonders groß, in welchen die Nachfrage nach Hypothekarkredit hinter dem Angebot lange Zeit zurückbleibt, zumal infolge der Art der Kapitalbeschaffung die Gefahr nahe liegt den Wettbewerb auf das Gebiet der Belehnungshöhe zu konzentrieren. Der Unterschied im Pfandbriefkurs der einzelnen Institute ist im allgemeinen nicht so bedeutsam, daß er bei den Kreditkonditionen eine entscheidende Rolle besitzen könnte, die Konkurrenz unter den Pfandbriefinstituten spielt sich daher größtenteils um die Höhe des Betrages ab; fast in noch stärkerem Grad kommt dieses Moment in der Konkurrenz zwischen den Pfandbriefinstituten auf der einen, den Sparkassen und Versicherungsgesellschaften auf der andern Seite zur Geltung, da diese Institute ihre Betriebsmittel billiger beschaffen und die Pfandbriefbanken daher vielfach nur durch höheren Leihbetrag sich einen Vorsprung sichern können. Die Konsequenzen dieser Situation haben sich mehrfach gezeigt — in Oesterreich in der Krise von 1873, im Deutschen Reich in der Krise mehrerer Hypothekenbanken zu Beginn unseres Jahrhunderts, Vorgänge, die zur österreichischen und zur deutschen Hypothekengesetzgebung geführt haben und deren Erinnerung noch in der Gegenwart mitwirkt, die Verleihung der Mündelsicherheit an die Pfandbriefe in Preußen zu verhindern. Aber die Gefahren, die sich für die Pfandbriefinstitute aus

der ihnen naheliegenden Ueberbelehnung ergeben können, werden vielfach überschätzt. Ein Ueberwiegen des Kapitalangebots über die Kapitalnachfrage auf dem Hypothekenmarkt findet nur in wirtschaftlichen Depressionszeiten statt, in welchen — wenn es sich nicht um Schwindelperioden wie jene vor 1873 handelt — die Annahme zu hoher Zinse oder einer zu niedrigen Leerstehungsquote unwahrscheinlich ist. An den Höhepunkten der Konjunkturperioden überwiegt die Nachfrage nach Kapital das Angebot. Ferner ist es für den Hypothekenbankleiter weit leichter sich von Geschäften zurückzuhalten als für seinen Kollegen in den Kreditbanken; er verfügt ja über einen gesicherten Stock von Geschäften, der alljährlich nur durch die im Verhältnis zum Gesamtbetrag geringe Quote der Rückzahlungen gemindert wird und die Regie seines Instituts ist gering: eine Pfandbriefbank ist eine zentralisierte Organisation mit sehr geringem Personalerfordernis; direkte und indirekte Reklameausgaben sind bei diesen Instituten, die auf Einlagen nur ausnahmsweise reflektieren, begrenzt, der Hypothekenverwaltungsdienst sehr einfach und auch die Verwaltung der Objekte, die in der Versteigerung eventuell zu übernehmen sind, mit geringem Apparat durchzuführen. Immobilien, bei deren Verwaltung Unternehmertätigkeit entwickelt werden muß wie Theater und Warenhäuser scheiden regulär aus dem Wirkungskreis der Pfandbriefbanken aus; aber auch zinstragende Objekte, deren Verwaltung mit Schwierigkeiten verbunden ist, wie z. B. Wälder werden nur von wenigen Pfandbriefinstituten, die spezielle Einrichtungen für die Verwaltung derartiger Güter besitzen, belehnt.

Infolge des gesicherten Stocks von Geschäften und der niedrigen Regie hat daher eine Hypothekenbank, die seit mehreren Jahrzehnten arbeitet, ihre Dividende zu Jahresbeginn fast schon verdient. Selbst ein völliger Stillstand des Geschäftes würde die Dividende der meisten Institute — und zwar nicht wesentlich — verkürzen. Die Hypothekenbankleitung kann darum in Zeiten des Ueberangebots von Hypothekenkapital sich leichter zurückhalten und ebenso ohne Aufregung Jahre stockenden Pfandbriefabsatzes vorüberziehen sehen. Darin liegt der wesentliche Unterschied der jetzigen zweiten Generation von der ersten der Gründerjahre, in welcher eben der Grundstock früher gewährter Hypothekarkredite fehlte. In einem wirtschaftlich aufstrebenden Land, in welchem, auf die Dauer betrachtet, der Zuwachs an Hypothekarkredit die Rückzahlungen überwiegt, haben die Pfandbriefbanken die Gewähr zunehmenden Gewinnes und zwar umso stärker, je mehr die Gründung neuer Institute erschwert ist. Wegen der Schwierigkeit der Pfandbriefunterbringung stößt die Entstehung neuer Pfandbriefbanken immer auf Schwie-

rigkeiten: In Frankreich hat sich neben dem Crédit foncier kein Konkurrenzunternehmen entwickeln können, in Oesterreich ist von 1873 bis 1910 keine neue Pfandbriefbank entstanden und in Deutschland ist in unserm Jahrhundert keine Hypothekenbank gegründet worden. Die engen Beziehungen zwischen den Pfandbrief- und den Kreditbanken, welche die Unterbringung der Pfandbriefe bestehender Hypothekenbanken übernehmen, stehen der Entwicklung neuer Institute im Wege.

Die Wahl des Pfandbrieftypus und die Unterbringung der Pfandbriefe stellen dem Hypothekenbankdirektor die gleiche Aufgabe wie die Aufnahme einer Anleihe einer Stadtverwaltung; mit Rücksicht auf die Konkurrenz der mit billigeren Betriebsmitteln arbeitenden Sparkassen und Versicherungsgesellschaften hat die Hypothekenbank ein dringendes Interesse sich der Kursverschlechterung zu widersetzen und in Zeiten sinkender Rentenkurse durch Zurückhaltung bei der Kreditgewährung den Kurs nicht tief herabgleiten zu lassen. Freilich ist der Markencharakter der einzelnen Pfandbriefe begrenzt und starke Emissionstätigkeit vordringender Institute tendiert auch zur Kursherabdrückung der Obligationen konservativer Banken. Die älteren „gemischten" Banken brachten die Pfandbriefe durch ihre eigene Organisation unter; die Plazementstätigkeit der bayrischen Hypotheken- und Wechsel-, der bayrischen Handels-, der bayrischen Vereinsbank, der ungarischen Kommerzialbank dient in erster Linie der Unterbringung der eigenen Pfandbriefe. Die Verbindung von Kreditbank- und Hypothekengeschäft hat sehr bedeutsame Vorteile; die Hypothekenbanken bleiben von den Plazierungsinstituten unabhängig, wahren sich volle Marktübersicht und können für ihr Aktienkapital aus dem Hypothekengeschäft eine aufsteigende Rente gewinnen, die ihnen bei Kapitalserhöhungen zugute kommt. Die neuere Gesetzgebung tritt aber mit Entschiedenheit für die Trennung der Pfandbrief- von den Kreditbanken ein, wegen der Sicherung der Pfandbriefinhaber und wegen der Gefahr mißbräuchlicher Verwendung von Hypothekarkredit. Die reinen Hypothekenbanken stehen gewöhnlich in naher Verbindung zu Kreditbanken, die die Unterbringung der Pfandbriefe übernehmen.

Zu Ende 1912 hatten in Deutschland die Bodenkreditinstitute rund 17 Milliarden Mark Pfandbriefe ausgegeben; davon entfielen 11½ auf 40 Aktienbanken, 4 Milliarden auf 18 Landschaften einschließlich der Zentrallandschaft, 1 auf drei Institute mit öffentlichrechtlicher Garantie (Hannover, Kassel und Wiesbaden) sowie ½ Milliarde auf Rentenbanken. Die Sparkassen hatten 11—12 Milliarden Mark, die Lebensversicherungsgesellschaften rund 4 Milliarden in Hypotheken angelegt.

Bei den deutschen Versicherungsgesellschaften betragen die Hypothekarkredite 85% der Prämienreserve, ein außerordentlich hohes Verhältnis, das in keinem andern Staat auch nur annähernd erreicht wird. Nur die österreichischen Versicherungsgesellschaften wenden gleichfalls eine namhafte Quote ihrer Prämien dem Hypothekenkredit zu, die aber hinter der deutschen weit zurückbleibt. Die Ursache der Bevorzugung der Hypothekenanlage bei den deutschen Versicherungsgesellschaften gegenüber dem Rentenkauf liegt in der günstigeren Verzinsung und der Vermeidung bilanzmäßiger Kursverluste; namentlich in der letzten Periode sinkender Kurse haben die Versicherungsgesellschaften in Deutschland und Oesterreich den Hypothekarkredit immer mehr in den Vordergrund treten lassen.

Die Versicherungsgesellschaften haben in der Prämienreserve langfristige Mittel zur Verfügung, von den Einlagen der Sparkassen unterliegt aber ein erheblicher Teil kurzer Kündigung. Es ist darum mit Recht die Frage aufgeworfen worden, ob die traditionsmäßige Bevorzugung des Hypothekarkredits durch die deutschen und österreichischen Sparkassen mit den Liquiditätsforderungen vereinbar ist. Die Sparkassen traten vor fast einem Jahrhundert als kleine Wohltätigkeitsanstalten ins Leben und die Sorge um die Sicherheit der Anlage stand damals naturgemäß im Vordergrund. In der Gegenwart aber tritt diese Frage an zweite Stelle: die deutschen Sparkassen verwalten rund 19 Milliarden M. Volksvermögen, und darum tritt nicht mehr die Sorge um die Verlustgefahr für den „kleinen Mann", sondern die Forderung der Liquidität aus nationalwirtschaftlichen Gründen in den Vordergrund; von diesem Gesichtspunkt aus scheint die Verwendung von nicht weniger als 70% der fremden Gelder in Hypothekarkrediten zu hoch gegriffen zu sein; eine Aenderung der Anlagegewohnheiten ist aber bei dem starken Einfluß der mit den Sparkassen verbundenen Interessengruppen schwer durchzuführen; zumindest müßte aus Liquiditätsgründen die Mobilisierung eines Teils der Sparkassenhypotheken durch Pfandbriefe eines Zentralinstituts ermöglicht werden, wie dies in mehreren anderen Staaten, am konsequentesten in Ungarn, durchgeführt wurde.

Das Vordringen der Sparkassen und Versicherungsgesellschaften hat allmählich zu einem Abweichen von der Amortisationshypothek geführt. Die Verleihung von Kredit auf ein halbes Jahrhundert widersprach doch zu sehr dem Charakter der Betriebsmittel dieser Institute. Aber auch die Pfandbriefbanken haben in immer stärkerem Maß die zehn- bis fünfzehnjährige Fixhypothek an Stelle der Amortisationshypothek treten lassen; sie bot ihnen die Möglichkeit Perioden teuren Zinsfußes

auszunützen und auch dem spekulativen Hausbesitz begann dieser Modus besser zu behagen, da die Amortisationshypothek infolge Mangels eines guten Hypothekenrückzahlungsgesetzes bei der Veräußerung des Hauses vielfach Schwierigkeiten bereitet. Nach den Angaben in den Fortsetzungsheften zur Hechtschen Statistik der Bodenkreditinstitute entfallen von den Krediten der deutschen Hypothekenbanken auf Amortisationshypotheken weniger als 30%. Die Erfahrungen der letzten Periode bei Fristablauf der Fixhypotheken in Hochkonjunkturperioden haben aber im Kreis des städtischen Grundbesitzes teilweise einen Wandel der Anschauungen hervorgerufen. —

Deutschland und Oesterreich haben eine sehr sorgfältig ausgebildete Organisation des Hypothekarkredits. In England, das man gewöhnlich als das Land der Arbeitsteilung im Bankwesen bezeichnet, müssen infolge des völligen Mangels einer gesetzlichen Regelung langfristige Kredite der Depositenbanken den Hypothekarkredit in unzulänglicher Weise ersetzen; ähnlich geben in den Vereinigten Staaten die Kreditbanken (die states banks und künftig auch die national banks) Hypothekarkredit. Die Uebelstände sind augenfällig: die Verbindung gefährdet entweder die Liquidität der Bank oder die Ruhe der Grundbesitzer. In Deutschland, Oesterreich und Frankreich ist aber der Hypothekarkredit vom regulären Bankgeschäft auch in jenen Banken scharf getrennt, die beide Geschäftszweige betreiben. Zudem hat sich auch unter den Instituten eine Arbeitsteilung vollzogen. Die Versicherungsgesellschaften und mit wenigen Ausnahmen (Oesterreichische Bodenkreditanstalt, Bayrische Hypotheken- und Wechselbank) die Pfandbriefinstitute konzentrieren ihre Tätigkeit auf die Großstädte, die Sparkassen arbeiten überwiegend in ihrem Kreis und führen auch den Landstädten, Dörfern und dem mittleren ländlichen Grundbesitz Kredit zu und die Landschaften und zum großen Teil auch die österreichischen öffentlichrechtlichen Anstalten wenden sich dem Kredit für den größeren ländlichen Grundbesitz zu.

In der neueren Literatur würde den Versicherungsgesellschaften und Pfandbriefbanken die Beschränkung auf die Großstädte vielfach zum Vorwurf gemacht und mitunter ihre der Grundstücksspekulation dienende Tätigkeit dem produktiven Wirken der Sparkassen gegenübergestellt. Besonders in Deutschland hat die geringe Quote von 6%, die von dem gesamten Hypothekarkredit der Pfandbriefbanken auf das flache Land entfällt und die Konzentrierung mehr als der Hälfte aller Hypothekaranlagen der Lebensversicherungsgesellschaften in Berlin scharfe Kritik gefunden. Die Haltung der Pfandbriefinstitute und Versicherungsgesellschaften ist jedoch wohl verständlich, nicht blos wegen

der stärkeren Wertsteigerung des Grundes im Zentrum und in den aufstrebenden Stadtteilen, sondern vornehmlich aus organisatorischen Gründen. Der Direktor einer Berliner Versicherungsgesellschaft kennt jede Straße in Berlin, kann sich über Wert und Verkaufsfähigkeit eines Hauses in Schmargendorf selbst ein Urteil bilden, das Haus event. selbst besichtigen. Er kennt auch die Verhältnisse in andern Großstädten, wenn auch nicht entfernt im gleichen Maß, wie z. B. die Schwierigkeit der Hypothekenbeschaffung in Hamburg deutlich bekundet. Handelt es sich aber um eine Belehnung in Allenstein oder in Neustadt a. d. H., dann versagt seine Kenntnis und gewöhnlich auch jene des Schätzmeisters. Die Wertverhältnisse sind unbekannt, die Verkaufsmöglichkeit gering, zur Kontrole über die Verwaltung des Hauses müßte ein Beamter an den Belehnungsort entsendet werden. Die Sicherheit der Anlage wäre gefährdet, die Organisation so kostspielig, daß die Versicherungsgesellschaften die Rentenanlage bald dem Hypothekarkredit vorziehen würden. Ein hauptstädtisches Institut ist nicht geeignet zahlreiche Kredite an Landstädte und mittleren Grundbesitz zu gewähren; der Hypothekarkredit eignet sich nicht für eine zentralisierte Organisation; die Erfahrungen Frankreichs liefern hiefür ein deutliches Beispiel: Der Crédit foncier, der als zentralisiertes Hypothekeninstitut gedacht war, verleiht den größten Teil seiner Kredite in Paris und war in der Provinz nicht imstande durch seine Organisation die teuren privaten Geldgeber zu verdrängen. Die besten Provinzhypothekenbanken sind die Sparkassen; denn sie vermögen die Immobilien ihres Bezirkes ohne nennenswerte Kosten zu schätzen und dauernd zu kontrollieren. Von den Hypothekaranlagen der preußischen Sparkassen sind denn auch nur 4½% außerhalb des Wirkungsbezirkes der Sparkasse angelegt, darunter 3½% in angrenzenden Bezirken. Die Sparkassen allein unter allen Bankorganisationen können erfolgreich dem Mittel- und Kleinbesitz der Provinz zu Marktbedingungen Hypothekarkredit verschaffen.

Die Frage der volkswirtschaftlichen Wirksamkeit der Hypothekenbanken ist nicht vollständig geklärt, da das Maß ihres Einflusses auf die Bodenpreise, ja die Tatsache des Einflusses selbst heiß umstritten ist. Untersuchen wir, um der Antwort näher zu kommen, die Bestimmungsmomente des Hypothekarzinses, die Art des Angebots und der Nachfrage von Kapital.

Die Pfandbriefinstitute verschaffen sich ihre Betriebsmittel auf dem Kapitalmarkt; der Kurs der Pfandbriefe steht im Zusammenhang mit den übrigen Rentenkursen — er steht in Deutschland in Friedenszeiten ein wenig unter dem Konsolkurs, in Oesterreich regulär höher als der

Staatsrentenpreis. Für den Kurs der Pfandbriefe ist die Gesamthaltung des Rentenmarkts von entscheidender, die Taktik der einzelnen Hypothekenbank von geringerer Bedeutung. Zu dem Rentenzins, den die Pfandbriefe bedingen, müssen die Regiekosten, ein Betrag für Reservedotierung und bei den Aktiengesellschaften ein Gewinn für die Aktionäre hinzutreten. Da die Pfandbriefausgabe nur im Zusammenhang mit der Kreditgewährung erfolgt, der Bank somit — vom eigenen Kapital abgesehen — nicht Kapitalien zur Verfügung stehen, die um jeden Preis verwendet werden müssen, ist der Nutzen für die Aktionäre ein essentieller Faktor in der Kostenrechnung der Aktienbanken.

Für die Versicherungsgesellschaften bildet die Rechnungsgrundlage der Prämienreserve zuzüglich der Kosten, Reservedotierung und bei Aktiengesellschaften eines Gewinnzuschlags die Kostengrenze. Die Rechnungsgrundlage steht mit dem Rentenzins in Zusammenhang, ist aber für Jahrzehnte festgelegt. Da für die Prämienreserve Verwendungszwang besteht, kann die Kostengrenze dann unterschritten werden, wenn das Kapital der Versicherungsgesellschaften auf dem Hypothekenmarkt zum Teil entbehrlich ist und eine andere gleichwertige Anlagemöglichkeit nicht besteht, das ist wenn auch die Rentenanlage weniger trägt als der Hypothekenzins abzüglich der auf diesen Geschäftszweig verwendeten Kosten. Das letztere ist nur in Epochen sinkenden Rentenzinses der Fall, somit in Zeiten, wo die Rentenanlage die Kurssteigerungschance bietet und darum unter gleichen Bedingungen der Hypothek vorzuziehen ist, während diese umgekehrt in Perioden steigenden Rentenzinses den Vorteil der Vermeidung von Kursverlusten bietet. Dementsprechend bevorzugen die Versicherungsgesellschaften bei gleichen Bedingungen in Epochen des sinkenden Zinsfußes die Renten, in Epochen des steigenden Zinsfußes den Hypothekenkredit.

Die Zinspolitik der Sparkassen endlich richtet sich nicht nach einheitlichen Grundsätzen; bis vor nicht langer Zeit stand der Einlagenzins in Zusammenhang mit dem Rentenzins, seitdem aber die Konkurrenz der Kreditbanken um die Einlagen intensiv geworden ist, ist für eine große Zahl deutscher und österreichischer Sparkassen die Rücksicht auf die Bedingungen der rivalisierenden Banken maßgebend geworden, und da diese für Spardepositen von der Bankrate abhängig sind, richtet sich der Einlagensatz der meisten Sparkassen nach dem Banksatz; in Deutschland bleibt er regulär ½ bis 1% unter der Rate, in Oesterreich hält er sich auf dem Niveau der Bankrate, in Ungarn geht er darüber hinaus. Durch diese Politik der Sparkassen wird der Geldmarktsatz in den Kapitalmarkt hineingetragen, nicht aus inneren geschäftlichen Gründen,

sondern lediglich um der Konkurrenz der Banken willen. Ungewöhnlich hohen oder ungewöhnlich tiefen Geldmarktzinsen pflegen die Sparkassen nicht zu folgen. Da die Sparkassen einen Teil ihrer Einlagen in Renten anlegen müssen, bildet der Rentenzins die Höchstgrenze für die Einlagenvergütung. Der Regiezuschlag ist bei den mit einfacher, teilweise ehrenamtlicher Organisation arbeitenden Sparkassen gering, Gewinnerzielungspflicht besteht nicht.

Die Kostengrenze liegt somit am tiefsten bei den Sparkassen, am höchsten bei den Aktienhypothekenbanken. Während die ersteren für die ihnen zufließenden Betriebsmittel einen Prozentsatz unter der Bankrate, im ungünstigsten Fall den Rentenzins abzüglich des Regieabschlags vergüten, beschaffen sich die Hypothekenbanken das Pfandbriefkapital im günstigsten Fall durch Emission zum Rentenkurs, wozu die Kommission für die Unterbringung der Pfandbriefe, die Regie und der Gewinn hinzutreten müssen. Welche dieser Untergrenzen maßgebend wird das hängt von der Höhe des Kapitalbedarfs auf dem Hypothekenmarkt ab. Werden in kapitalflüssigen Zeiten die Pfandbriefbanken zurückgedrängt, so kommt die Untergrenze der Sparkassen und Versicherungsgesellschaften zu praktischer Geltung, während umgekehrt in kapitalknappen Zeiten die Bedingungen der teuersten Institute, der Pfandbriefbanken, ganz allgemein auch von den andern Anstalten angenommen werden; so haben in den letzten Jahren viele Sparkassen und regulär die Versicherungsgesellschaften die Kondition der Abschlußprovision („damno" in Berlin, „Zuzählung" in Wien), welche die Pfandbriefanstalten wegen des Kursstandes ihrer Pfandbriefe unter pari ausbedingen mußten, auch in ihre Hypothekarbedingungen aufgenommen, obwohl sie ja gar keine Pfandbriefe ausgeben, daher auch keinen Kursverlust erleiden.

Auf Seite der Nachfrage ist die Höchstgrenze des Kreditzinses, die gewährt werden kann, durch folgende Erwägung gegeben: Der Käufer eines Hauses will zumindest den Rentenertrag, regulär wegen der Verwaltung, der Leerstehungsgefahr, der Schwierigkeit der Veräußerung eine Quote darüber als Reingewinn erzielen. Da der Hypothekarkredit nicht den gesamten Hauswert, sondern nur einen Teil desselben erfaßt, muß dem Kalkül des Hauseigentümers Rechnung getragen werden; der Ertrag des Hauses abzüglich der Hypothekenannuität muß mindestens den Rentenzins übrig lassen, sonst wird das Kapital die Tendenz haben vom Häusermarkt ab- und dem Effektenmarkt zuzuströmen, was in weiterer Folge eine Minderung der Bautätigkeit herbeiführt; es kann aber auch der Fall eintreten — der Hauptfall der Baukrise — daß sich hoher Hypothekenzins auf Kosten des spekulativen Baunutzens durch-

setzt: der Bauunternehmer muß, um dem neuen Erwerber ungeachtet des hohen Hypothekenzinses den Rentenertrag zu sichern, den Verkaufspreis des Objektes weit unter seinen Erwartungen ansetzen, äußerstenfalls bis zu seinem Kostenpreis, auf die Dauer jedoch nicht unter diesem.

Diese Momente bestimmen die Unter- und Obergrenzen des Hypothekarzinses. Der Preis wird bei Großstädten und Großgrundbesitz immer im Konkurrenzweg bestimmt, denn eine Kartellierung zwischen den so verschiedenartig organisierten Anstalten ist bisher noch nirgends versucht worden. Es gibt nicht einen Hypothekenmarkt, sondern eine große Reihe von Märkten und bei dem Charakter des Hypothekarkredits ist die Nachfrage und vielfach auch das Angebot lokaler Natur. Dementsprechend ist der Zins für Hypothekarkredit in den einzelnen Landesteilen des Deutschen Reiches nnd Oesterreichs sehr verschieden.

Die Frage nach der Einwirkung der Hypothekarinstitute auf die Grundpreise läßt sich nach den vorhergehenden Ausführungen dahin beantworten: Der Hypothekarkredit erweitert die Nachfrage nach Häusern und Grundstücken, soweit ihm durch die Banken Kapitalien zugeführt werden, welche sonst bei direkter Verwaltung eine andere Anlage gefunden hätten; und das ist bei einem großen Teil der den Pfandbriefbanken, Sparkassen und Versicherungsgesellschaften zufließenden Kapitalien der Fall. Die Pfandbriefkäufer und Einleger größeren Stils würden bei Fehlen von Banken wohl nicht ausnahmslos ihr Kapital in Hypotheken anlegen, sicherlich aber würden die kleinen Sparer und Prämieneinzahler zu einer derartigen Investition gar nicht in der Lage sein. Die Sparkassen machen durch die Konzentrierung der Depositen die kleinen Sparbeträge erst anlagefähig und die Versicherungsgesellschaften nehmen außer der Konzentrierung der Beträge auch eine örtliche Konzentrierung vor — es wäre ganz absurd anzunehmen, daß bei Fehlen von Versicherungsgesellschaften die in ganz Deutschland zerstreuten Versicherten 60% ihrer Policen in Berliner Hypotheken anlegen würden. Die Erweiterung des Marktes vollzieht sich aber zudem durch einen Kredit, der billiger ist als Eigenkapital. Der Hypothekarkredit ist zu ungünstigen Zeiten nur um Regie- und Dividendenzuschlag teurer als die Rente, der private Kapitalbesitzer aber verlangt einen Reinertrag zwischen Rentenzins und Aktienrentabilität. Die niedrigere Forderung der Hypothekenbank ermöglicht bei Verkäufen die Erzielung höherer Preise: Nehmen wir z. B. an, es sei ein Haus zu verkaufen, das einen Reinertrag von 10.000 M. erbringt. Ein Privatkapitalist, der den ganzen Kaufpreis aus eigenen Mitteln erlegt und nur bei 5% Ertrag sich zum Hauskauf verstehen will, wird nicht mehr als 200.000 M. bieten; wenn

aber ein Hypothekarinstitut auf das Objekt einen Kredit von 150.000 M. zu 4% bewilligt, verbleiben (da die Tilgungskosten zur Amortisation zu rechnen sind) vom Reinertrag noch 4.000 M., sodaß ein Kapitalbesitzer bei einem Kaufpreis von 230.000 M. für sich 5% herauswirtschaftet. —

Wir haben in der bisherigen Darstellung des Hypothekarkredits nur von der ersten Hypothek gesprochen: Die Hypotheken an späterer Stelle werden von Kreditinstituten nur in vereinzelten Fällen gewährt. Die Banken, die das Hypothekargeschäft pflegen, müssen mit Rücksicht auf die Art ihrer Betriebsmittel sich auf Zinsgeschäfte beschränken, und ein Hypothekarkredit fällt nur dann in diese Kategorie, wenn der Zinsertrag des Objekts auch bei zahlreichen Leerstehungen oder ungünstiger Campagne zur Deckung der Hypothekenverpflichtungen ausreicht. Die Höhe der zu wählenden Marge ist nach Lage und Art der Grundstücke verschieden, aber kaum unter 25% des Wertes anzusetzen. Da sich in der Gegenwart, von den Landschaften und einigen besonders vorsichtigen Hypothekeninstituten abgesehen, die tatsächliche Belehnung von dieser Grenze nicht weit entfernt, ist die Pflege der zweiten Hypothek durch Banken mit Schwierigkeiten verbunden. Würde ein derartiges Institut, wie vielfach vorgeschlagen wurde, Obligationen ausgeben, so würde es das Risiko der Wertverminderung der Objekte, die im Lauf der Zeit eintritt und für den Besitzer zweiter Hypotheken bei langfristiger Belehnung besonders fühlbar wird, auf sich nehmen; und wenn man sich die langen Versteigerungslisten vergegenwärtigt, bei welchen Hypothekenbanken die nur erste Sätze gewähren in Berlin, München oder Wien heute schon engagiert zu sein pflegen, kann man es kaum als wünschenswert bezeichnen, wenn Rentenkapital für zweite Sätze gewonnen werden soll. Freilich bietet die bisherige ausschließliche Pflege der zweiten Hypothek durch Privatkapital für den Grundbesitz schwere Uebelstände, weniger durch die hohe Verzinsung als durch die Unsicherheit der Erneuerung. Es gibt keinen Markt für zweite Hypotheken, die Gewinnung einer solchen ist Zufallssache und der Ablauf der gewöhnlich kurzfristigen Kreditfrist für den Hausbesitzer stets ein Sorgentermin. Mit der höheren Verzinsung der Renten und der gleichmäßigeren Dividendenpolitik der Aktiengesellschaften hat sich zudem die Neigung des Kapitals zur Gewährung zweiter Sätze stark vermindert. Es ist somit in Reichen mit stark wachsender Bevölkerung eine Lücke im Kreditwesen vorhanden, die aber durch Privatbanken nicht ausgefüllt werden kann. Zur Ueberbrückung dieser Schwierigkeit sind bisher zwei interessante Versuche gemacht worden: Einzelne deutsche Städte haben sich durch Obligationenausgabe die Mittel zur Gewährung zweiter Hypotheken beschafft; in

Ungarn hat die Zentralstelle der ungarischen Genossenschaften, die Landeszentralkreditgenossenschaft, einen Vertrag mit dem Landesbodenkreditinstitut für Kleingrundbesitz wegen Belehnung bis zu 75% des Wertes geschlossen. Die Gewährung von städtischem Kredit für Hypothekenzwecke ist indes nur als Notstandsmaßnahme bei allgemeiner oder spezieller Wohnungsnot (z. B. Arbeiterwohnungen) zu rechtfertigen; die generelle Gewährung von Hypothekarkredit an zweiter Stelle wäre geeignet in Krisenzeit den Städten schwere Risiken aufzuerlegen.

42. Der Baukredit.

Der Baukredit hält die Mitte zwischen einem Geldmarkt- und einem Kapitalmarktkredit. Mit dem Geldmarktkredit hat er die vertragsmäßige Kurzfälligkeit — für die Zeit der Bauperiode — gemeinsam, dem Kapitalmarkt aber gehört er deshalb an, weil er bestimmungsgemäß zu Investitionen dient. Der Baukredit wird in Raten mit dem jeweiligen Fortschreiten des Baues ausbezahlt und wie der Hypothekarkredit grundbücherlich eingetragen. Diese äußerliche Aehnlichkeit hat zu vielen und schweren Verlusten Veranlassung gegeben. Keine von allen Kreditformen hat eine so bewegte Geschichte wie der Baukredit, und selbst in der Gegenwart hat er erst allmählich den Charakter des Wuchergeschäftes abstreifen können.

Man sieht in der Praxis in der Art der Deckungsgrundlagen den Hauptunterschied zwischen Bau- und Hypothekarkredit: der erstere basiert auf Zukunfts-, der letztere auf Gegenwartsmomenten; zutreffender wäre es den Unterschied dahin zu formulieren, daß der Baukredit nur auf dem Kosten-, der Hypothekarkredit aber auch auf dem Ertragswert basiert. Der Baukreditgeber trägt das Risiko der Bauführung — bei Tod des Bauführers muß er eventuell für die Vollendung des Hauses Sorge tragen — sowie jenes der Hypothekenbeschaffung. Der berufsmäßige Bauunternehmer sucht nach Vollendung meist das Haus zu verkaufen und der Erlös kann zur Rückzahlung des Baukredits verwendet werden. Mit dieser Möglichkeit kann jedoch eine Kreditbank nicht rechnen, denn wenn der Verkauf des Hauses nicht gelingt, verwandelt sich der Baukredit in einen Hypothekarkredit oder es ergibt sich die Notwendigkeit des Eigenerwerbs des Hauses. Man kann dagegen mit hoher Wahrscheinlichkeit auf Beschaffung einer ersten Hypothek rechnen und ein Baukredit innerhalb dieser Grenzen bietet einen vermehrten Grad der Sicherheit; dies ist in noch höherem Maß der Fall, wenn durch allerdings bedingte Zusicherung („Promesse") der Betrag

der Hypothek schon während des Baues festgelegt wird, was bei näherer Verbindung zwischen Kreditbank und Hypothekeninstitut durchaus zweckmäßig erscheint. Die Ausdehnung des Kredits über die Höhe der voraussichtlichen ersten Hypothek setzt die Kreditbank in Abhängigkeit von dem Zufall des Verkaufes oder der Erlangung eines zweiten Satzes.

Auch innerhalb der angegebenen Grenzen ist der Baukredit in den ersten Jahren einer Konjunkturperiode sicherer als an derem Höhepunkt. Der Hypothekenmarkt fühlt zuerst die Verknappung des Kapitalmarktes und die Baukredittätigkeit muß darum eingeschränkt werden, ehe sich die ersten Anzeichen verringerten Pfandbriefabsatzes zeigen. Der Baumarkt ist das erste Wirtschaftsgebiet, dessen Tätigkeit bei stark fortgeschrittener Konjunktur zu stocken beginnt, gewöhnlich aber auch da erste, das bei Beginn der Kapitalflüssigkeit sich neu belebt.

Die zurückhaltende Politik der Kreditbanken gegenüber dem Baukredit hat in neuerer Zeit in Oesterreich Versuche reifen lassen durch Obligationenausgabe die hiefür erforderlichen Mittel zu schaffen. Es wird dadurch eine extreme Konsequenz aus der Veränderung gezogen, welche die teilweise Ersetzung der Amortisations- durch die Fixhypothek in der Deckungsgrundlage der Pfandbriefe hervorgebracht hat. Bei den alten Landschaften war der Pfandbrief mit einem bestimmten Hypothekardarlehen verbunden. Bei den Amortisationshypotheken der heutigen Pfandbriefinstitute läuft die Hypothek auf die gleiche Dauer wie die Pfandbriefe; die zehn- bis fünfzehnjährige Fixhypothek reicht nur für einen Teil der Lebensdauer der Pfandbriefe, so daß während ihrer Dauer ein Wechsel der Grundlagen erfolgen muß; wer einen Pfandbrief einer Anstalt, die überwiegend Fixhypotheken abschließt, erwirbt, muß bei langjährigem Besitz Deckungsänderungen hinnehmen. Bei der Obligationsausgabe zur Gewährung von Baukrediten wechselt aber die Deckung jedes Jahr, oft neun- bis zehnmonatlich und der Wert einer solchen Obligation ist gar nicht zu bestimmen.

43. Der Anlagekredit.

Als Anlagekredit bezeichnen wir einen an ein Unternehmen erteilten Kredit, dessen Höhe über das Maß der liquiden Aktiven hinausgeht.

Die Doktrin pflegt die Kredite nach der äußeren Form oder nach der Deckung einzuteilen; aber beide Gesichtspunkte sind für die Praxis und auch für die Theorie unbrauchbar. Zweimonats- wie Zehnjahreskredite treten in der Form des Kontokorrentkredits auf; als Wechselkredit erscheinen die verschiedenartigsten Transaktionen, wie die unjuristische Scheidung von Waren- und Finanzwechsel deutlich erkennen läßt.

Ebensowenig besitzt aber für eine Bank das Moment der Sicherstellung des Kredits entscheidende Bedeutung; die Literatur sieht gewöhnlich in dem Blankokredit eine besonders scharf markierte Kreditart, die den „bedeckten Krediten" gegenübergestellt wird. Indessen ist diese Scheidung gerade für den Bankleiter in hohem Grad irreführend, weil sie zur Ansicht verleitet, daß ein bedeckter Kredit einen höheren Grad von Sicherheit besitzt als ein unbedeckter. Das trifft aber nicht einmal für die Regel der Fälle zu. Ein unbedeckter Kredit von zwei Millionen an ein Unternehmen mit Vorräten im Wert von vier Millionen ist ungleich sicherer als der gleiche Kredit, der einem andern Unternehmen gegen Sicherstellung auf Fabrik und Maschinen gewährt wird. In vielen Fällen ist die hypothekarische Sicherstellung eine Mißtrauensäußerung gegen die Eigenkraft des Unternehmens.

Für die Bankleitung ist allein entscheidend, ob der Kredit innerhalb der Grenze der liquiden Aktiven liegt; dieses Merkmal scheidet den Geldmarkt- vom Anlagekredit. Der Unterschied äußert sich in folgenden Momenten:

1. Der Geldmarktkredit wird aus dem Ergebnis des Produktionsprozesses zurückbezahlt, der Anlagekredit dagegen aus dem Gewinn des Unternehmens.

2. Der Geldmarktgläubiger macht sich bei Zusammenbruch eines Schuldners aus den liquiden Aktiven bezahlt, der Anlagekreditgläubiger dagegen muß in solchem Fall durch Weiterführung oder — wenn möglich — Verwertung des Unternehmens sein Kapital zu retten suchen.

3. Die Geldmarktkredite sind „vertretbar", typisch, leicht und ohne nähere Prüfung des Unternehmens zu erlangen; die Anlagekredite sind individuell, jede Firma muß auf ihre Leitung und Rentabilität hin genau geprüft werden. Darum kann auch der Geldmarktschuldner außer in Krisenzeiten den Wechsel der Bankverbindung leicht durchführen; beim Anlagekredit ist dies wegen der Mißlichkeit, eine andre Bank in die Verhältnisse des Unternehmens einsehen zu lassen und wegen des Mißtrauens, welches die Lösung einer derartigen Verbindung auslöst, oft mit Schwierigkeiten verbunden.

4. Die Bank kann den Geldmarktkredit mobilisieren, nicht den Anlagekredit. Würde sie dies dennoch versuchen, so würden die so geschaffenen Wechsel den Charakter von Finanzwechseln haben und fortlaufend prolongiert werden müssen.

5. Während die Konditionen des Geldmarktkredits marktmäßig bestimmt werden, unterliegen die Konditionen des Anlagekredits in-

dividueller Vereinbarung; Konditionskartelle haben beim Geldmarktkredit die Bedeutung von Normal-, beim Anlagekredit von Minimalbedingungen.

6. Die Verbindung zwischen Gläubiger und Schuldner im Anlagekredit ist enge, die Bank an dem Schicksal des Unternehmens interessiert, durch seinen eventuellen Zusammenbruch in ihrem Kredit beeinträchtigt. Sie muß sich daher dauernd um die Leitung des Unternehmens kümmern und darauf Einfluß zu gewinnen trachten. Einfluß der Banken auf Industrie und Handel ist nur in den Ländern des Anlagekredits — nicht in England und Frankreich — gegeben.

Verdeutlichen wir den Unterschied an dem Beispiel einer Maschinenfabrik: Wer dem Fabrikanten Kredit mit starker Marge zum Ankauf von Material gegeben oder die Außenstände diskontiert hat, erhält sein Kapital auch bei Zusammenbruch des Unternehmens; er verkauft die Vorräte und realisiert die Außenstände. Wer aber einen Kredit gewährt hat, der die Summe des Liquidationswertes von Vorräten, in Produktion befindlichen oder fertigen Waren und Außenständen übersteigt, der muß bei Zusammenbruch der Maschinenfabrik die Rückzahlung aus den übrigen Aktiven zu erlangen suchen. Er kann auch dann nicht immer auf volle Deckung rechnen, wenn ihm Grund und Boden, Gebäude und Maschinen verpfändet waren und der bilanzmäßige Wert dieser Aktiven die Höhe seines Kredites überstiegen hatte; denn der Bilanzwert, der sich aus dem Anschaffungswert abzüglich der Abschreibungen ergibt, ist mit dem Liquidationswert nicht identisch. Der Unterschied zwischen dem Wert der immobilen Aktiven bei Betrieb und bei Stillstand der Fabrik ist außerordentlich groß. Das Fabriksgebäude kann wertlos werden, wenn sich dafür keine andere Verwendungsmöglichkeit ergibt. Die Maschinen sind schwer verkäuflich, da die meisten andern Unternehmungen den Kauf neuer Maschinen vorziehen, die Fabrik möglicherweise wegen der fehlerhaften Konstruktion der Maschinen schlecht gearbeitet hat, die einzelne Maschine in vielen Fällen weit geringeren Wert repräsentiert als als Teil einer Maschinengruppe. In sehr vielen Fällen kann eine Verwertung der Maschinen nur auf dem gefürchteten Alteisenmarkt erfolgen. Ist außerdem der Grundbesitz — bei Standorten außerhalb einer Stadt — schwer veräußerlich, so kann der Gesamtverkaufswert der immobilen Aktiven eine recht geringe Quote des Kredites hereinbringen.

Der Anlagekredit ist somit eine Beteiligung am Unternehmerrisiko in Kreditform. Man sollte es für selbstverständlich halten, daß ein derartiges Verhältnis zumindest ohne eingehende Buchprüfung nicht

eingegangen wird und daß fortdauernd Bilanzkontrole geübt wird. Die Praxis gleitet aber darüber vielfach zu leicht hinweg, begnügt sich wohl auch mit Vorlage einer (mitunter nicht einmal unterschriebenen) Bilanzabschrift, was keinesfalls ausreichend ist, wie mehrfache Fälle doppelter Kreditaufnahme auf Grund derselben Bilanz beweisen. Infolge der Teilnahme der Bank an den Schicksalen des Unternehmens sollte beim Anlagekredit der Grundsatz der Ausschließlichkeit der Bankverbindung nach Möglichkeit beachtet werden, wo dies aber wegen der Höhe des benötigten Kredits nicht durchführbar ist, eine Verständigung unter den kreditgebenden Instituten stattfinden. Die Einwirkung der Bank kann sich aber auf Buchkontrole nicht beschränken: der Anlagekredit setzt auch das Vertrauen in die Lebensfähigkeit des Unternehmens voraus und verlangt darum persönliche Fühlungnahme mit der Leitung desselben.

Während der Geldmarktkredit durch die Summe der liquiden Aktiven bestimmt wird, gibt es für den Anlagekredit keine feste Grenze. Der Liquiditätswert der nicht liquiden Aktiven würde in rasch vorwärtsstrebenden Industriestaaten wie Deutschland und die Union oder in relativ kapitalschwachen Staaten wie Oesterreich und Rußland nicht genügen. Die Kalkulation kann darum nicht von der Bilanz ausgehen. Es empfiehlt sich folgende Erwägung: Der Ertrag des Unternehmens (selbstredend abzüglich der Geldmarktkreditzinsen) im ungünstigsten Jahr der letzten Konjunkturperiode muß zur Deckung der Zinsen des Anlagekredits und einer Rückzahlungsquote ausreichen und noch darüber hinaus eine Verzinsung des Eigenkapitals ermöglichen. Bleibt kein Gewinn übrig, so ist die Zuführung neuen Kapitals bei Aktiengesellschaften nur im Sanierungsweg, bei andern Unternehmungen, falls der offene Gesellschafter kein weiteres Vermögen besitzt, überhaupt nicht möglich und die Bank muß erforderliches Neukapital durch fortgesetzte Krediterhöhungen beschaffen.

Oft genug stellt der Anlagekredit den Bankleiter vor die Frage, ob er durch Bewilligung der Krediterhöhung „gutes Geld dem schlechten nachwerfen solle" und die Kunst rechtzeitig mit der Kreditgewährung innezuhalten ist selten genug; sie setzt Energie und Mangel an Eitelkeit voraus. Es muß zu einer Zeit Einhalt geboten werden, in der es dem Unternehmen noch möglich ist, anderswo Kapital zu bekommen; ist dieser Zeitpunkt überschritten, so ist die Bank die Gefangene ihres Schuldners. Ein Anlagekredit an ein schlecht gehendes Unternehmen kostet einen erheblichen Teil der Zeit eines Bankdirektors und bereitet mehr Sorge und Aufregung als der Unterschied in den Kon-

ditionen zwischen Geldmarkt- und Anlagekredit aufwiegen kann. In kapitalflüssigen Zeiten zu Beginn einer Konjunkturperiode lassen die Banken sich oft wegen der geringen Kapitalnachfrage zu hohen Anlagekrediten verleiten, die dann immer weiter fortgesetzt werden müssen, bis das Unternehmen schließlich der Bank ganz gehört. —

Die Kreditbank aber, die mit kurzfälligen fremden Geldern arbeitet, darf nicht Unternehmerin sein. Mit Recht wird es als schwere Schlappe angesehen, wenn eine Bank ein Industrie- und Verkehrsunternehmen selbst erwerben muß. Darum muß die Bank auch bei Ausmessung des Anlagekredits an ein neugegründetes Unternehmen, bei welchem die Ertragsrechnung nur schätzungsweise durchführbar ist, doppelte Vorsicht üben. Neuerdings ist in Deutschland und Oesterreich den Kreditbanken zu heftigem Vorwurf gemacht worden, daß sie bei Bemessung des Anlagekredits mehr den Reichtum als den Verstand des Unternehmers gelten lassen; diese Beobachtung ist sicher in vielen Fällen begründet, denn die Fälle, in welchen hoher Eigenbesitz des Unternehmers die Banken zu reichlicher Bemessung des Anlagekredits verleidet, werden immer zahlreicher. Aber wir kommen über die leidige Tatsache nicht hinweg, daß Eigenvermögen des Unternehmers für die Gewährung von Anlagekredit unentbehrlich ist. Man kann es als Erfahrungssatz aufstellen, daß der Anlagekredit die Höhe des Eigenkapitals des Unternehmens in keinem Fall übersteigen soll. Die wenn auch nur in Kreditform sich ausdrückende Partnerschaft zur Hälfte ist das Maximum des banklich Zulässigen.

Diese Ansicht steht im vollen Widerspruch zur communis opinio der Literatur, derzufolge der Blankokredit kapitalarmen Personen die Möglichkeit der Unternehmertätigkeit sichert; darin liegt eine unrichtige Identifizierung des bankmäßigen Anlagekredit mit dem Personalkredit der Genossenschaften. Die Gewährung von each credit durch die schottischen Banken, eine Art garantierten Personalkredits, die in der englischen und kontinentalen Literatur des vorigen Jahrhunderts eine große Rolle spielte, hat zu diesem Irrtum viel beigetragen. Auch vom Anlagekredit gilt das Wort: „Wer hat, dem wird gegeben werden". Die Gewährung des vollen stehenden Kapitals oder auch nur dessen Mehrheit durch eine Depositenbank ist weder üblich noch erwünscht, da ja in diesem Fall das Risiko von der Bank getragen würde.

Um das Engagement bei einem Unternehmen nicht zu groß werden zu lassen, verweigern manche Banken die Gewährung von Anlagekredit an Unternehmungen, an denen sie im Konsortialgeschäft Interesse genommen haben, da sie sonst im Zwischenraum zwischen

Aktienübernahme und Emission das ganze Unternehmerrisiko tragen müßten. Besonders vertreten mehrere große Berliner Banken scharf die Scheidung zwischen Finanz- und Kreditgeschäft. Die Wiener und die russischen Banken bedingen dagegen gerade bei Finanzierungen die Bankverbindung, in der Ueberzeugung, in solchen Fällen die Aufsicht wesentlich wirksamer ausüben zu können als bei Unternehmungen, die sich ihrer Kontrole entziehen. Diese Annahme trifft indes nur bei jenen Unternehmungen — und auch da nicht vollständig — zu, bei denen die den österreichischen und russischen Banken eigentümliche Warenabteilung den Verkauf der Fabriksprodukte besorgt. Der Grundsatz der Trennung von Konsortialgeschäft und Anlagekredit bietet jedenfalls durch Einschränkung des Engagements bei einem Unternehmen erhöhte Sicherheit.

Gleichfalls der Minderung der Verpflichtungen aus dem Anlagekredit dient die Verteilung nach Branchen und Orten. Spezialisierung auf einen Unternehmungszweig gewährt zwar bessere Kenntnis der Firmen und der Produktionsbedingungen, erhöht aber auch das Risiko bei abgleitender Konjunktur. Besonders nahe liegt die Gefahr bei dem Streben einer Bank auf einen ganzen Industriezweig Einfluß zu gewinnen — zur Herbeiführung eines Kartells oder einer Fusionsbewegung — ferner in jenen in Amerika zahlreichen, aber auch auf dem Kontinent nicht seltenen Fällen der Kontrolierung einer Bank durch eine Industriegruppe. Besonders leicht geraten mittlere und kleinere Lokalbanken in Gegenden mit einem vorherrschenden Industriezweig in derartige Situation — die Geschichte der Provinzbanken in Lancashire, die gegen sonstigen englischen Brauch Anlagekredite gewähren, und im Rheinland liefern hiefür deutliche Beweise. Es ist wesentlich leichter über ein derartiges Institut den Stab zu brechen als dem Leiter einen vernünftigen Rat zu geben: Eine Lokalbank in Krefeld kann nur Seiden-, in Solingen Stahl-, in Pirmasens Schuhkredite gewähren. Nach guter altenglischer Banktradition ist ein Kaufmann, der einen Kredit, welchen er an seinem Wohnsitz erhalten könnte, anderswo zu erlangen sucht, übel angesehen, da der auswärtige Bankier vermutet, daß seine Kollegen am Wohnsitz des Kreditwerbers genügend Grund zur Kreditverweigerung haben. Dem Krefelder Bankier ist somit eine Risikoverteilung nach Branchen kaum möglich. Nur die Bank mit ausgebildeter Filialorganisation vermag wirksam Verteilung der Kredite nach Unternehmungszweigen durchzuführen. —

Je schärfer wir in den vorhergehenden Ausführungen den Unterschied zwischen Geldmarkt- und Anlagekredit hervorgehoben haben,

umso stärker muß es auffallen, daß beide Kredite in derselben Form gewährt werden — als Kontokorrentkredite mit kurzfristiger Kündigung. Mehrjährige Kreditverträge sind, da sie die Banken zu sehr in ihrer Bewegungsfreiheit hindern, nicht allzu häufig. Die Kurzfristigkeit der Kündigung ist die Bedingung, unter welcher sich Depositenbanken zur Eingehung von Anlagekrediten entschließen können — allerdings eine Bedingung, die nur formell die Rückzahlung gewährleistet. Beim Geldmarktkredit ist eine generelle Reduktion durch alle Banken möglich: der Fabrikant schränkt in solchem Fall seinen Betrieb ein. Eine generelle Verkürzung des Anlagekredits ist nur durchführbar, wenn neues Eigenkapital in das Unternehmen einfließt. Die Industrie arbeitet mit Bankgeldern, die sie im Fall der Kündigung nicht zurückzahlen kann. Während beim Geldmarktkredit Geldbeschaffung der Banken und Geldverleihung einander entsprechen, beim Pfandbriefkredit Pfandbriefausgabe und Amortisationshypothek korrelat sind, steht die Art der fremden Gelder der Banken zum Anlagekredit in keinem Verhältnis.

In Oesterreich wurde darum zu Ende des vorigen Jahrhunderts der Versuch der Gründung einer Spezialbank gemacht, die durch Ausgabe von Obligationen mit hypothekarischer Sicherstellung auf die immobilen Aktiven von Fabriksunternehmungen sich die Mittel zur Gewährung von Anlagekredit beschaffen sollte. Die Frist für die Tilgung der Obligationen war ungefähr auf die Hälfte der gewöhnlichen Laufzeit der Pfandbriefe angesetzt. Das Institut hat sich bisher als Kleinbank erhalten, die Obligationen haben nur beschränkten Absatz gefunden. Ein Gesetz über Bankschuldverschreibungen hat das Recht zur Ausgabe solcher Obligationen später verallgemeinert, doch wurde bisher von dieser Befugnis zu Gunsten von Anlagekrediten nur aus spezifisch österreichischen steuerrechtlichen Gründen Gebrauch gemacht. In Deutschland wurde ein analoges Gesetz von Hecht und auf den Tagungen des Mitteleuropäischen Wirtschaftsvereins wiederholt, jedoch bisher ohne Erfolg, angeregt.

Die Ansichten über den Wert der Bankobligation gehen weit auseinander: Ihre Vertreter sehen darin jene Form, die dem Anlagekredit am meisten angepaßt ist, ja wegen ihrer Billigkeit und Sicherheit die alleinberechtigte Form. Gegen Verluste schütze sorgsame Auswahl der Unternehmungen, genaue Schätzung und vorsichtige Kontrole; die kurzfristige Amortisation sichere gegen Wertveränderungen. Demgegenüber betonen die Gegner den Unterschied zwischen Bankobligation und Hypothek: Die Bankobligation werde nicht auf

ein zinstragendes Objekt gegeben. Käme eine Hypothekenbank in die Zwanglage zwanzig Häuser erstehen zu müssen, so sei die Verwaltung einfach — aber wie sähe eine Industriebank aus, die eine Baumwollspinnerei, eine Schokoladen-, eine chemische-, eine Papierfabrik etc. erstehen müsse?

Beide Teile schießen in ihrer Argumentation über das Ziel hinaus. Die Bankobligation ist nicht das Allheilmittel, aber in engen Grenzen berechtigt. Mit der Hypothek darf sie nicht verglichen werden, wohl aber mit der Industrieobligation — denn diese ist ja auch auf Unternehmergewinnobjekten aufgebaut. Größere Industrieunternehmungen werden sich der Bankobligation nicht bedienen, da sie ja bei Ausgabe eigener Schuldverschreibungen den Zwischennutzen an die Bank ersparen. (Die österreichischen Ausnahmen besagen nichts dagegen, da dort die Bankschuldverschreibungen von der Aktiensteuer ausgenommen sind, während ihr die Industrieobligationen unterliegen.) Wohl aber würden die mittleren Unternehmungen gewissermaßen eine Zentralstelle für ihre Obligationen finden, ungefähr in der Art, wie heute die Kommunalobligationen bei den kleineren Gemeinwesen an Stelle selbständiger Anleihen treten. Die Summe dieser Industrieobligationen wäre nicht unsicherer als die Summe der an ihrer Stelle bisher gewährten Anlagekredite — zur Beurteilung des Wertes der Obligationen müßte aber eine detaillierte Aufstellung der einzelnen Belehnungsobjekte vorgeschrieben sein. Die Kreditbanken dürften sich zur Ausgabe von Bankobligationen kaum entschließen, da sie über weit bequemere Kapitalbeschaffungsmittel verfügen — die Bankobligation ist am stärksten in den Jahren der Kapitalflüssigkeit abzusetzen, wenn die Nachfrage nach Kredit gering ist und am schwächsten in den Jahren drängendsten Kapitalbegehrs. Für eine Kreditbank wäre es höchst lästig, mitunter selbst gefährlich in Krisenzeiten auch noch den Kurs ihrer Obligationen halten zu müssen. Darum sind für derartige Obligationen in erster Linie Spezialinstitute geeignet, denen der Zeitpunkt der Unterbringung derselben viel Beschränkungen auferlegt. Der Kredit dürfte bei solchen Instituten — wie auch die österreichischen Erfahrungen zeigen — kaum billiger sein als der Anlagekredit bei den Kreditbanken; denn die Obligationen müssen, um abnahmsfähig zu sein, gute Verzinsung bieten, die Verwaltung der Bank ist kostspielig und das Eigenkapital darf eben wegen des riskanten Geschäftes nicht niedrig gegriffen werden, so daß sich der Nutzen aus der Obligationenausgabe auf ein wesentlich höheres Kapital verteilt als bei den Pfandbriefbanken. —

Die gegenwärtig herrschende Form des kündbaren Anlagekredits gibt den Banken einen starken Einfluß auf die Industrieunternehmungen, der in Tagen der Kapitalmarktknappheit, in denen die Kapitalbeschaffung an anderer Stelle unmöglich ist, sich bis zur Abhängigkeit steigern kann. Die Ausnützung gerade solcher Momente zur Abschließung mehrjähriger Verträge mit hohen Konditionen ist nicht selten. Es stehen in derartigen Zeitpunkten nicht zwei gleichwertige Vertragskontrahenten gegenüber. In der Geschichte der amerikanischen Trustbewegung, aber auch in Mittel- und Osteuropa hat die Ausnützung der Kündbarkeit des Anlagekredits bei Durchführung finanzpolitischer Pläne eine sehr bedeutsame Rolle gespielt.

Der Anlagekredit erfordert Bankleiter mit Menschenkenntnis und starkem sachlichem Wissen, persönlicher Unabhängigkeit, sicherer Beurteilung der Konjunkturen und energischer Entschlußkraft. Die Pflege des Anlagekredits hat darum für den organisatorischen Aufbau einer Bank entscheidende Bedeutung; von ihr hängt es ab, ob die Bank in die Filialen Direktoren oder Kommis entsendet, ob sich die Zentralleitung gegenüber den Zweigniederlassungen auf rein buchhalterische Kontrole beschränken oder ihren gesamten Geschäftsbetrieb überwachen soll.

44. Die Beschaffung des Eigenkapitals.

Die Gewährung von Kredit wird in allen Ländern als das wesentliche Bankgeschäft angesehen. Sie geht aus dem Wesen der Banken hervor, die sich ihre Betriebsmittel durch Eingehung kurzfristiger Verbindlichkeiten sichern. Die Beschaffung des Eigenkapitals der Unternehmungen dagegen fällt nicht in den Rahmen der Banktätigkeit. Wo sich die Banken in neuerer Zeit an Unternehmungen als Eigentümer beteiligten, dort haben sie dies gewöhnlich nur in Aktienform und nicht allein sondern mit Konsorten getan. Während der Anlagekredit ein Kredit ist, der Eigentümer mit seinem Vermögen haftet, und dieses zuerst verloren sein muß, ehe das Kapital der Bank gefährdet wird, trifft bei Eigenerwerb jeder Verlust die Bank in erster Linie. Dies war der hauptsächlichste Grund, warum die Praxis der älteren Banken und Finanzhäuser, der Belgischen Société Génerale und des Hauses Rothschild, durch planmäßigen Ankauf von Aktienpaketen zu dauerndem Besitz an künftig zu erwartenden Wertsteigerungen teilzunehmen, von allen Kredit- und den meisten Finanzbanken verlassen wurde. Hiezu kam, daß die Banken der Gegenwart sich im Gegensatz zu jenen älteren

Instituten in wachsendem Maß auf fremde, nicht auf eigene Mittel stützten, und daß den Aktienunternehmungen im Bankwesen Geschäftsprinzipien zuwiderliefen, die darauf ausgingen, eine Generation lang sich zu kasteien, um der nächsten oder zweitnächsten die Früchte der Arbeit zuzuwenden. Die Abweichung von jenen Geschäftsgrundsätzen vollzog sich um die Mitte des vorigen Jahrhunderts, als Pereire den Crédit Mobilier gründete und es unternahm, die Aktien der von diesem Institut gegründeten Unternehmungen im Publikum unterzubringen. Dadurch war den Banken an Stelle der langsichtigen Spekulation eine mehr kommissionsweise Stellung mit nur vorübergehendem Eigenengagement zugewiesen worden. Die Betätigung der Banken bei Beschaffung des Eigenkapitals vollzieht sich seither fast ausschließlich auf dem Gebiete des organisierten Kapitalmarkts, des Effektenmarkts.

45. Der nicht organisierte Kapitalmarkt.

Unter den Kapitalanlagen haben nur die Effekten einen organisierten Markt, die übrigen Gruppen sind nicht organisiert. Weder das Eigentum an Grund und Boden noch jenes an Handels- und Industrieunternehmungen, soweit es sich nicht um Aktiengesellschaften handelt, ist marktmäßig zu erwerben oder zu veräußern. Vereinzelt ist es Parzellierungs- und Kolonisationsgesellschaften gelungen, lokale Märkte für ländlichen Grundbesitz zu schaffen, aber schon die Errichtung von städtischen Häusermärkten stößt auf bisher unüberwindliche Schwierigkeiten, denn die Bewertung eines Hauses ist individuell, es fehlt die für die Marktentwicklung notwendige Vertretbarkeit und vor allem können Häuser nur als Ganzes oder in großen Anteilen erworben werden, setzen also beim Käufer einen ganz bestimmten größeren Vermögensfonds voraus. Aus den gleichen Gründen gibt es keinen Markt für Fabriken. Wer eine nicht in Aktienform errichtete Fabrik verkaufen, oder neues Kapital zur Vergrößerung derselben erhalten will, muß gewöhnlich langdauernde Rundfragen nach Personen halten, die sich für sein Unternehmen interessieren. Eine Porzellanfabrik in Oberbayern oder eine Papierfabrik in Schlesien hat es nicht leicht, eine halbe Million neues Kapital sich zu beschaffen, wenn die bisherigen Eigentümer dieses nicht beistellen können oder wollen. Sie muß einen oder zwei Partner finden, die einen immerhin wesentlichen Teil ihres Vermögens gerade diesem Unternehmen zuwenden wollen. Der Kapitalbesitzer wird sich aber zu einer derartigen Anlage nur dann entschließen, wenn er die Verhältnisse des konkreten Unternehmungszweiges genau kennt und Gelegenheit

hat, mehrere Male im Jahre an den Fabriksort zu kommen, um den Betrieb fortlaufend zu kontrolieren. Das Kapitalangebot ist in der Gegenwart überwiegend nach Branchen organisiert. Der ältere Typus des reichen Kaufmanns, der sich an jedem Geschäft beteiligte, das ihm rentabel erschien, ist im Verschwinden, seitdem der Effektenmarkt eine Fülle bequemer Anlagen zur Verfügung stellt. Der Kapitalbesitzer der Gegenwart interessiert sich vorwiegend für Unternehmungszweige, deren Organisation er genau kennt. Gab es noch vor zwei und drei Jahrzehnten nicht wenig Deutsche, die sich an Industrieunternehmungen überhaupt beteiligten, so gibt es heute fast nur Kapitalbesitzer, die sich entweder an der Zuckerindustrie oder der Textilindustrie oder der Bierbrauerei beteiligen.

Auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt ist das Angebot demnach vielfach lokal begrenzt. Sehr häufig beteiligt sich ein Kapitalbesitzer nur an Fabriken oder Handelsunternehmungen des Bezirks, in welchem er wohnt, weil er nur dort die Verhältnisse kennt oder weil er außerhalb seines Wohnsitzes nicht genügend Kontrole üben kann. Noch stärker äußert sich der lokale Charakter des Angebots bei Erwerb von Grundbesitz. Ein Berliner Rentner entschließt sich nicht leicht, ein Haus in Hamburg zu kaufen: er kennt in Berlin jede Straße, kann einmal jede Woche vor seinem Haus vorübergehen — die Verhältnisse in Hamburg dagegen sind ihm unbekannt. Am allermeisten aber steht der Erwerb von ländlichem Grund und Boden, soweit es sich nicht um Großgrundbesitz handelt, unter lokalem Angebot.

Aus diesen Gründen kann auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt, der in seinem Wesen aus einer Unsumme von Einzelmärkten besteht, eine Gewinnausgleichung nicht stattfinden, zumal hier bei der Wahl der Kapitalanlage Tradition, persönliche Neigung und Erziehung eine starke Rolle spielen. Der einzelne Kapitalbesitzer vergleicht nur ausnahmsweise die Erträge, die ihm ein Haus, eine Zuckerfabrik oder eine Exportgesellschaft, erbringen könnten. Er hat regulär schon die Absicht, ein Haus zu erwerben, und sucht nur im Kreise dieser Wertobjekte nach dem geeigneten Gegenstand. Die Liebe zur Scholle veranlaßt in manchen Gegenden Mittel- und Osteuropas zum Grunderwerb zu Preisen, die ökonomisch allein bei Vergleichung der Erträge verschiedener Anlagen sich nicht rechtfertigen ließen. Auch innerhalb derselben Gruppe von Kapitalanlagen findet kein Ausgleich der Erträgnisse statt: Nicht leicht wird ein Kapitalbesitzer sein Berliner Haus, das ihm 5% trägt, zu Gunsten von 3 Häusern in Gelsenkirchen verkaufen, auch wenn diese 7% abwerfen. Der Berliner Grundbesitzer vergleicht bei der Wahl seiner Anlage den Ertrag des

Hausbesitzes in Berlin mit der Zinsrate des Effektenmarktes, aber nicht mit den übrigen Anlagen des nicht organisierten Marktes. Ebensowenig findet eine Ausgleichung der Gewinnraten in den einzelnen Industriezweigen statt. In Deutschland liefert die chemische Industrie, in Frankreich die Konfektion sehr hohe Gewinne. Man sollte annehmen, daß in diese beiden Produktionszweige ungemein viel Kapital hineinströmt. Das ist aber nicht der Fall, da jede dieser beiden Unternehmungsgruppen hohe Voraussetzungen stellt, die nur selten erfüllt werden können. Ein Exportgeschäft in Hamburg wirft gewöhnlich weit höheren Nutzen ab, als eine lokale Brauerei, aber es finden sich ungleich mehr Kapitalbesitzer, die an dem schematischen Geschäft des Bierbrauens sich beteiligen wollen als solche, die die weitverzweigten Kenntnisse und den Wagemut des Exporteurs besitzen. Das Wort von Horaz: daß man den Landwirt, der sich an der Bestellung der heimischen Aecker erfreut, nicht dazu veranlassen kann, sein Leben lang auf schwankendem Kahn durch das stürmische Meer zu fahren, findet auch heute noch seine volle Bestätigung.

Da eine Beteiligung auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt die Anlage größerer Beträge erfordert, und die Abstoßung eines derartigen Aktivum sowie der dafür erzielte Preis nicht mit Sicherheit bestimmt werden kann, eignet sich der unorganisierte Kapitalmarkt nicht zur Betätigung der Banken. Der Fall des Eigenerwerbs außerhalb des Effektenmarkts gehört darum zu den Ausnahmen. Es ist zweifelhaft, ob Bau- und Kolonisationsinstitute zu den Banken gerechnet werden sollen.

Nur vereinzelt kommt eine Mitwirkung der Banken bei der Kapitalbeschaffung von Handel und Industrie auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt vor, kaum je in der Form der offenen Handelsgesellschaft, mitunter in jener der kommanditarischen Beteiligung oder der Uebernahme von Anteilen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Die offene Handelsgesellschaft ist infolge der Solidarhaft der Gesellschafter für direkte Banktätigkeit nicht geeignet. Die Form der Kommanditgesellschaft war früher im Bankgeschäft weit verbreitet. Namentlich in Deutschland bekamen die Banken vielfach von Privatbankiers Kommanditkapital, sodaß sie Persönlichkeiten in ihren Interessenkreis einbeziehen konnten, welche infolge ihrer Selbständigkeit sich in eine Filialorganisation nicht eingefügt hätten. In der Gegenwart tritt dagegen das Kommanditverhältnis zurück, da die Tendenz zur Schaffung einer straffen Filialorganisation bei den größten Banken vorwiegt und die Kommandite den Nachteil in sich birgt, den tatsächlichen Einfluß der Bank auf das Unternehmen einzuschränken, während die Haftung juristisch zwar nur auf die Kommanditeinlage, moralisch aber unbeschränkt

ist. Zahlreicher haben sich dagegen Beteiligungen von Banken an Gesellschaften mit beschränkter Haftung in Deutschland und Oesterreich ergeben, z. B. bei jenen Unternehmungen, wo die Gesellschaft mit beschränkter Haftung den Vorläufer der Aktiengesellschaft darstellte (Familiengesellschaften, bei denen aus Steuergründen die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft einstweilen unterblieb), bei Unternehmungen, die zur Realisierung einer kurz befristeten Transaktion ins Leben gerufen wurden, z. B. Grundverwertungsgesellschaften, bei Patentverwertungsgesellschaften, ferner bei Organisationen, bei welchen man die öffentliche Rechnungslegung vermeiden wollte, wie Kartellverkaufsbüros. Die Beteiligung an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist als liquide Anlage nicht anzusehen. Denn die Anteile sind schwer übertragbar, und nach den ungünstigen Erfahrungen, welche österreichische Institute wiederholt mit derartigen Anlagen gemacht haben, wird sich zweckmäßigerweise die Mitwirkung an einer GmbH. auf solche Fälle beschränken, wo ernste geschäftliche Erwägungen die Nachteile der Immobilisierung überwiegen. Auch nicht notierte Aktien gehören dem nicht organisierten Kapitalmarkt an. Die Fälle, bei denen es sich um Vorbereitung einer Emission handelt, werden beim Konsortialgeschäft besprochen. Aktiengesellschaften, bei denen keine Emissionsmöglichkeit vorliegt, eignen sich nicht zur bankmäßigen Beteiligung. Der Kredit gegen Verpfändung nicht notierter Aktien ist ein Anlagekredit, nicht ein Lombardkredit, da die sofortige Verkäuflichkeit der Aktie im Fall der Zinseinstellung nicht gesichert ist.

46. Der Effektenmarkt.

Zwischen dem nicht organisierten Kapitalmarkt und dem Effektenmarkt bestehen folgende wesentliche Unterschiede:

1. Durch die Zerlegung des Investitionskapitals in kleine Abschnitte ist die Möglichkeit der organisierten Marktbildung gegeben. Wer sich an einem Industrieunternehmen als offener Gesellschafter oder Kommanditist beteiligen will, muß die Lage des Objekts genau prüfen, seinen Wert abschätzen, entweder tätig mitarbeiten oder doch eine Kontrole üben, die nicht bloß buchhalterisch sein darf. Die überwiegende Mehrzahl der Anlagen des nicht organisierten Marktes erfordert die Widmung eines erheblichen Teils des Vermögens für ein bestimmtes Kapitalobjekt. Auf notierte Effekten braucht dagegen der Kapitalbesitzer nur eine geringe Quote seines Vermögens zu verwenden und nur eine geringe Quote des Gesamtkapitals des Unternehmens sich anzueignen. Diese beiden

Unterschiede entheben ihn von der Notwendigkeit, sich um die Anlage so zu kümmern, wie er es als Eigentümer tun müßte. Darum zieht der Effektenmarkt die große Schar all der Kapitalbesitzer an, welche sich um die Gesellschaften, denen sie ihre Ersparnisse widmen, nicht kümmern wollen. Er gibt ferner die Möglichkeit einer wesentlich vielseitigeren Anlage: Wer mit einem Kapital von 100.000 M. eine sichere Anlage auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt sucht, kann ein kleines Haus oder eine Hypothek erwerben, auf dem Effektenmarkt kann er ein Dutzend verschiedener Anlagen kaufen.

2. Auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt muß der Erwerber eines Objektes den Preis in individueller Abmachung bestimmen, die Bilanzen selbst durcharbeiten, die Ertragsziffern einer Korrektur unterziehen, bei der Frage der Kapitalisierung den Zukunftsertrag kalkulieren und schließlich ist sein Urteil, auch wenn es von Fachleuten überprüft wird, nur das Urteil eines Mannes. Beim Effektenkauf dagegen gibt der Markt täglich seine Ansicht über den Wert des Objekts ab. Diese Ansicht ist oft genug nicht zutreffend. Aber sie ist schließlich auch für urteilsfähige Menschen in vielen Punkten von Wichtigkeit, da niemand ein größeres Vermögen so anlegen kann, daß er sich um alle Teile desselben wie ein Eigentümer zu kümmern vermag.

3. Der Käufer auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt hat in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle eine bestimmte Kapitalanlage in Aussicht: er will ein Grundstück, eine Bierbrauerei, ein Exportgeschäft kaufen, und sucht nach einem günstigen Objekt. Der Käufer auf dem Effektenmarkt sucht einen bestimmten Ertrag, er will 4%, 5% oder 6% Zins haben, oder er will einen Vermögensgewinn erzielen, gleichgiltig aus welcher Quelle.

4. Aus diesen Gründen kommt für den Effektenkäufer sowohl die Branche wie die örtliche Lage des Unternehmens als Hinderungsgrund des Erwerbes nicht in dem gleichen Maße wie auf dem nicht organisierten Kapitalmarkte in Betracht.

47. Nachfrage und Angebot auf dem Effektenmarkt.

Die Nachfrage auf dem Effektenmarkt wird durch die Summe der Ansprüche gebildet, welche die öffentlichrechtlichen Körperschaften in Renten-, die Hypothekenbanken in Pfandbrief-, die Industrie- und Verkehrsunternehmungen in Obligations-, diese sowie die Banken und Versicherungsgesellschaften in Aktienform stellen.

Für die gesamte Inanspruchnahme des Effektenmarktes ist es gleich-

giltig, ob die Kapitalbedürfnisse der öffentlichrechtlichen Körperschaften durch eigene Anleihen oder Bankobligationen befriedigt werden. Staaten und Städte können durch die Art ihrer Finanzwirtschaft auch das Maß mit welchem sie überhaupt an den Kapitalmarkt herantreten wollen, beeinflussen, z. B. durch eine starke Abstinenzpolitik, wie es die italienische Regierung seit geraumer Zeit befolgt oder durch Beschränkung der Anleihenausgabe auf den Kriegsfall, wie dies in Großbritannien üblich ist. Die Betätigung der öffentlichrechtlichen Körperschaften auf volkswirtschaftlichem Gebiet ist dagegen in erster Linie für die Art der Inanspruchnahme, erst in zweiter Linie für die Gesamtsumme der Inanspruchnahme des Marktes entscheidend. Wo der Staat Bahnen baut und die Städte Gas- und Elektrizitätswerke eröffnen, dort wird das für diese Investitionen benötigte Kapital in Rentenform, wo dies private Gesellschaften besorgen, z. T. in Aktien-, z. T. in Obligationenform aufgebracht; es wird der Effektenmarkt, allerdings auf einem andern Teilgebiet belastet. In Amerika nimmt der Bund und die einzelnen Staaten den Kapitalmarkt relativ wenig in Anspruch, aber die Eisenbahnobligationen absorbieren den größten Teil der Kraft des amerikanischen Marktes. Der preußische Staat nimmt in kurzen Zwischenräumen große Summen auf, aber verwendet sie für Eisenbahninvestierungen.

Die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts durch Pfandbriefinstitute ist besonders stark in Deutschland, Oesterreich-Ungarn und Rußland, geringer in Frankreich, während in England und Amerika dieser Bedarf überhaupt nicht an den Effektenmarkt gelangt.

Der Bedarf an Industrie- und Verkehrsobligationen richtet sich nach dem Investitionserfordernis der Volkswirtschaft.

Das Angebot von Kapital auf dem Effektenmarkt wird bestimmt durch die Summe der Einnahmen der einzelnen Mitglieder der Volkswirtschaft, soweit sie nicht zum sofortigen Konsum verwendet oder dem Geldmarkt oder dem unorganisierten Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden. Auf die Höhe der Quote, die dem Geldmarkt zugeführt wird, übt die Organisation der Kreditbanken einen starken Einfluß aus. Die Teilung der Neukapitalien zwischen nicht organisiertem und organisiertem Kapitalmarkt hängt von der Unternehmungslust und Unternehmungsgelegenheit der Volkswirtschaft in hohem Maße ab. Länder, in welchen große Kapitalien in vom Eigentümer selbst geleiteten Unternehmungen investiert werden, haben trotz starker Ueberschüsse für den Effektenmarkt wenig Kapital übrig. Argentinien hat ungeachtet seines Reichtums nur einen schwachen Rentenmarkt. Der englische organisierte Kapitalmarkt ist, verglichen mit der langen wirtschaftlichen Entwicklung,

mit dem großen Reichtum Großbritanniens, nicht so kräftig als man annehmen sollte, weil das englische Kapital im Mutterland selbst und in den Kolonien sich vielfach in Unternehmungen betätigt, die den Charakter von Privatunternehmungen tragen.

48. Zins und Rentabilität.

Der Kapitalmarktzins ist das Verhältnis des Kurses der festverzinslichen Werte zu ihrem Zinsertrag, die Rentabilität das Verhältnis des Kurses der Aktien zu der zuletzt bezahlten Dividende. Zur Feststellung der Bestimmung des Zinses müssen wir zuerst die Frage anstellen, welchen Zins die Vertreter der Nachfrage bewilligen können und welchen die Besitzer von Kapitalien verlangen müssen.

1. Für die öffentlichrechtlichen Körperschaften besteht eine Höchstzinsgrenze nur so weit, als die Kontokorrentkreditinanspruchnahme oder die Schatzwechselbegebung in Frage kommt. Denn Staaten oder Städte sind nicht geneigt, höhere Anleihenzinsen zu zahlen als es den Geldmarktkrediten entspricht, falls sie nicht aus finanzwirtschaftlichen Gründen oder wegen drohender Kursverschlechterung der Rentenwerte ein Interesse an der Anleiheemission besitzen. Dagegen stellt der Ertrag von produktiven Investitionen, die auf Grund der Anleihen vorgenommen werden, für die öffentlichrechtlichen Körperschaften keine Obergrenze dar, da bei diesen Investitionen, ebenso wie bei allen übrigen Ausgaben, falls der Ertrag nicht ausreicht, das sonstige Budget die Deckung zu gewähren hat. Immerhin pflegen in neuerer Zeit in Momenten großer Kapitalknappheit Städte solche Anleihen zu unterlassen, die für Investitionen geringeren Ertrages zu verwenden wären als die Anleihe selbst an Zinsen kosten würde.

2. Weit enger sind in der Gewährung von Zinsen die Pfandbriefinstitute begrenzt. Für die erste Hypothek kann der Schuldner nicht mehr entrichten, als ihm der Grund und Boden oder das Haus selbst trägt. In der europäischen Landwirtschaft ist schon ein erster Satz von 5% fast unerträglich, und auf dem städtischen Grundstücksmarkt kann eine derartige Rate nur nach starkem Druck auf die Verkaufspreise und nur langsam durchgesetzt werden.

3. Der Zins für Industrie- und Verkehrsobligationen kann nicht über die Aktienrentabilität hinausgehen, weil sonst der Unternehmer die Begebung von Aktien gegenüber jener von Obligationen, die zu allen Zeiten verzinst werden müssen, vorziehen würde.

4. Für die Aktienrentabilität stellen die Obergrenze die Be-

dingungen des Anlagekredits dar; ein Unternehmen wird neues Kapital nicht emittieren, wenn die Bedingungen teurer sind als die Kreditbedingungen, von solchen Fällen abgesehen, wo eine Konsolidierung der Schulden als notwendig befunden wird. Es ist jedoch sehr zu beachten, daß Anlagekredit nur in begrenztem Maß erlangbar ist.

Für die Mindestforderungen des Besitzers von verfügbarem Kapital kommen zwei Momente in Betracht: Ob der Anleger mit eigenem oder fremdem Gelde arbeitet, und ob er im ersteren Fall die Wahl hat, außerhalb des organisierten Kapitalmarktes Anlagen vorzunehmen.

1. Versicherungsgesellschaften müssen bei ihren Kapitalanlagen die Rechnungsgrundlage der Prämienreserve zuzüglich des Verwaltungszuschlages jedenfalls erzielen, Kreditbanken mindestens die von ihnen auf dem Geldmarkt zu zahlenden Zinsen.

2. Der Besitzer von Eigenkapital ist wegen der Freiheit von Kursverlusten geneigt, zu gleichen Bedingungen sein Sparkapital lieber dem Geldmarkt in Form von Bankguthaben zuzuwenden, wenn er dort gleichen Ertrag erzielt wie auf dem Rentenmarkt. Bei niedrigem Rentenzins wird der Besitzer von Großkapital die Tendenz haben, Anlagen auf dem nicht organisierten Markt aufzusuchen.

Ueberwiegt das Kapitalangebot so sehr, daß diejenigen größeren Kapitalisten, welche die Wahl haben, ihr Kapital bei für sie unzureichenden Bedingungen außerhalb des Effektenmarkts anzulegen, zur Deckung des Bedarfs nicht mehr benötigt werden, so hat der Rentenzinssatz die Tendenz sich der Vergütungsrate für Bankguthaben zu nähern.

Der Jahresbedarf des Effektenmarktes wird bestimmt durch die Summe von Neuemissionen von Renten, Pfandbriefen, Obligationen und Aktien zuzüglich der Verkäufe bisheriger Effektenbesitzer, die den Erlös außerhalb des nationalen Effektenmarktes — dem nicht organisierten Kapitalmarkt, dem Geldmarkt, oder im Ausland — anlegen. Das jährliche Angebot an Kapital wird durch das Quantum der neu erzielten Einkünfte bestimmt, welche dem Effektenmarkt direkt zugeführt werden, den Zuflüssen vom unorganisierten Kapitalmarkt, vom Geldmarkt und vom Ausland.

Nehmen wir an, dem Effektenmarkt eines Landes stünden in einem Jahr 750 Millionen M. zur Verfügung; im Vorjahr standen vierprozentige Renten im Durchschnitt auf 100 und von Aktien verlangte man eine Rentabilität von 6%. Im neuen Jahr kommen 700 Millionen M. Renten auf den Markt und ein Paket neuer Aktien, bei denen 15 Millionen M. Ertrag zu erwarten ist; wird dieser letztere zu 6% kapitalisiert, so muß dafür ein Kapital von 15. $^{100}/_{6}$ = 250 Millionen M. bereitgestellt werden.

Die 950 Millionen würden somit zur Deckung des Bedarfs genügen. Werden aber die Erträge der Aktiengesellschaften, weil das Publikum Steigerung der Dividende erwartet, mit 5% kapitalisiert, so sind für die Aktien 15. $^{100}/_{r.}$ = 300 Millionen M. erforderlich. Renten zum Zinssatz des Vorjahrs kapitalisiert und Aktien würden somit 1000 Millionen erfordern, da aber nur 950 vorhanden sind, bleiben für die Renten nur 650 Millionen übrig, und wenn nicht 50 Millionen durch Verschiebung der Emission oder Deckung außerhalb des Effektenmarktes vom Nachfrageplatz verschwinden, können die Renten nur zu $^{65}/_{70}$ oder $^{13}/_{14}$ des Vorjahrskurses aufgenommen werden. Standen vierprozentige Renten im Vorjahr auf 100, so sinken sie im neuen Jahr auf $92^{6}/_{7}$.

Auf den ersten Blick dürfte die Unterscheidung zwischen Renten- und Aktienwerten willkürlich erscheinen. Warum unterliegen Aktien der subjektiven Bewertung, während die Renten nur von den objektiven Marktverhältnissen abhängig sind? Darauf ist zu erwidern, daß der Aktienkurs von den Ertragsaussichten abhängt, die fortwährend wechseln, während beim gleichmäßigen Rentenertrag eine Aenderung der Bewertung nur in jenen Fällen erfolgen kann, in welchen sich die Ansicht über die Sicherheit des Schuldners ändert. Von diesem Moment — das bei Uebergang von Friedens- zu Kriegsperioden besonders intensiv wirkt — abgesehen ist der Kurs der festverzinslichen Werte nur Resultat der Marktlage.

Der Rentenzins und die Rentabilitätsrate für Aktien haben darum die Tendenz sich in entgegengesetzter Richtung zu bewegen. Nach alter Erfahrungsregel kauft das große Publikum Aktien nur in Zeiten der Hausse, wenn die Berufsspekulation die Kurse schon emporgetrieben hat. Schwankt die Dividende eines Unternehmens zwischen 6 und 10%, so neigt das Publikum zur Kapitalisierung der 10%, und der Organismus der Börse begünstigt, wie später gezeigt wird, den Kauf in Zeiten niedrigster Rentabilitätsrate. Ebenso haben alle, welche neue Werte auf den Effektenmarkt bringen, ein starkes Interesse an der Emission zur Zeit niedriger Rentabilität, sowohl wegen des höheren Erlöses für ihr Unternehmen wie wegen der in diesen Jahren besonders hohen Aufnahmelust des Publikums. Das Zusammentreffen einer niedrigen Rentabilitätsrate und hoher Emissionstätigkeit steigert in doppelter Weise den Bedarf des Aktienmarkts und drückt den Rentenkurs umso tiefer herunter als die Quote des neuen Sparkapitals, welche sich dem Rentenmarkt zuwendet, mit fortschreitender Konjunktur sich vermindert und die Zuflüsse des Geldmarkts von jenem Augenblick an für den Rentenmarkt nicht mehr in Betracht kommen, wo der Effektenkreditzins den

Rentenzins übersteigt. Während die Aktien am stärksten bei niedriger Rentabilität gekauft werden, verlieren die Rentenwerte bei hohem Zins einen erheblichen Teil ihrer Anziehungskraft, da steigender Zins sinkende Kurse bedeutet. Die Spannung zwischen Zins und Rentabilität ist am Tiefpunkt der Depression am stärksten, im Höhepunkt der Konjunktur am schwächsten; in Epochen steigenden Zinses erreicht im Zenith der Konjunkturen der Zins die Rentabilitätsrate.

Da die meisten Aktienemissionen in den Jahren aufsteigender Konjunktur durchgeführt werden, hat Hilferding in seinem „Finanzkapital“ die These aufgestellt, bei Aktiengründungen werde der Ertrag so hoch kapitalisiert, daß der Käufer nur den Zins erhalte. Dagegen wäre aber einzuwenden, daß die Gründungskapitalisierung nicht alle Ertragssteigerung umfassen kann. Wer eine Aktie, die 10% trägt, zu 200% erwirbt, kann bei 12% Dividende eine Rentabilität von 6% erlangen. Aehnlich wie Hilferding kommt auch Lexis in seiner Volkswirtschaftslehre zum Ergebnis, daß der Unternehmergewinn bei der Umwandlung eines Unternehmens in eine Aktiengesellschaft kapitalisiert wird und dem Aktionär nur der Zins zuzüglich eines nach dem Risiko verschiedenen Surplusgewinnes gelassen wird. Beide Ansichten, in ihrem wesentlichen Kern tief begründet, gehen indes zu weit — die Rentabilitätsrate hat ihre eigenen der Zinsrichtung entgegengesetzten Bewegungen.

49. Der Verkehr zwischen dem nicht organisierten Kapitalmarkt und dem Effektenmarkt.

Unter den Anlagen des nicht organisierten Kapitalmarkts konkurriert der Erwerb von ländlichem Grundbesitz, Zinshäusern und die Gewährung von Hypothekarkredit an erster Stelle mit der Rentenanlage. Ein Teil der Kapitalbesitzer, welche über die Voraussetzungen des nicht organisierten Kapitalmarkts — die Sachkenntnis, die Lust sich um das Objekt des Eigentums zu kümmern und das für die Anlage erforderliche beträchtliche Kapital — verfügen, vergleicht die Erträge dieser Anlagen mit denen der Renten. Aber nicht alle Kapitalbesitzer ziehen aus denselben Voraussetzungen gleiche Schlüsse; die Besitzer großer Vermögen, die in erster Linie auf den Ertrag der Anlagen achten, bevorzugen die Renten in Zeiten sinkender Kurse, während sich das Mittel- und Kleinkapital gerade dann von den Renten abwendet, zumal wenn infolge der gleichzeitigen Verteuerung des Baukredits und der Pfandbriefe die Anlage in Häusern und Hypotheken höheren Ertrag abwirft. —

Auch die Unternehmeranlagen des nicht organisierten Kapitalmarktes konkurrieren mit dem Effektenmarkt. Die Besitzer großer Vermögen sind an den Tiefpunkten der Epochen niedrigen Zinses geneigter sich an Gesellschaften als Partner oder kommanditarisch zu beteiligen als in Zeiten, wo Renten 5—6% tragen.

50. Der Verkehr zwischen Geld- und Effektenmarkt.

Der Verkehr zwischen Geld- und Effektenmarkt ist ungemein innig; die Gleichartigkeit der Bewegungsrichtung von Geldmarkt- und Rentenzins ist von der Wissenschaft seit langer Zeit bemerkt worden und hat für die Zinstheorie besondere Bedeutung geübt. Adam Smith hat Renten- und Geldmarktzins als „landesüblichen Zins" zusammengefaßt und ihm ist die weitaus überwiegende Mehrheit der theoretischen Nationalökonomen gefolgt. Den derzeit wohl herrschenden Standpunkt vertritt von Wieser (im Grundriß der Sozialökonomik): „Alle Abteilungen des Geldmarktes und Anlagemarktes stehen untereinander in wechselseitiger Verbindung, und immer werden ausgleichende Bewegungen zu bemerken sein, durch welche Kapitalien von den Abteilungen geringeren Erträgnisses zu denen höheren Erträgnisses gebracht werden. Die Theorie hat soweit das Recht, idealisierend einen einheitlichen Markt anzunehmen, der nach einem einheitlichen Zinsfuß strebt. Tatsächlich wirken die Kapitalbewegungen niemals im Sinne voller Ausgleichung, immer wird der beweglichere kaufmännische Zinsfuß sich vom ruhigeren Anlagezinsfuß deutlich abheben."

Eine Minorität dagegen, deren Anhänger sich im letzten Jahrzehnt stark vermehrt haben, sieht den Unterschied zwischen den beiden Zinsarten als begriffswesentlich an. So leugnet Lexis jeden Zusammenhang zwischen Geldmarkt- und Kapitalmarktzins.

Bei einem Ueberblick über die Zinsepochen konstatieren wir zweifellos eine Parallelentwicklung von Leih- und Rentenzins; das ist im Grund befremdend, nicht bloß wegen der völligen Verschiedenheit des Charakters von Leihkredit und Staatsrenten, sondern auch wegen des tiefgreifenden Unterschieds zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt.

Die klassische Lehre hat eine Parallelität zwischen Zins und Unternehmergewinn konstatiert. Am deutlichsten drückt dies von Böhm-Bawerk aus: „Der Zins bei Darlehen wird im großen ganzen parallel gehen mit der Höhe des ursprünglichen Kapitalzinses, der sich aus der Eigenverwendung der Kapitalien in produktiven Unternehmungen erzielen läßt; denn es ist auf die Dauer offenbar nicht möglich, daß

Produzenten für die geliehenen Kapitalien mehr zahlen als diese ihnen in der Unternehmung tragen, und umgekehrt würde ein stärkeres Uebergewicht der ursprünglichen Kapitalgewinne über den zu bezahlenden Leihzins nicht verfehlen die Unternehmer zu verstärktem Bedarf nach Leihkapital zu veranlassen, wodurch die Marge zwischen Zins- und Gewinnrate bald ausgeglichen würde."

Wenn diese Lehre zutreffen würde — was hier nicht untersucht werden soll —, würde der Zusammenhang zwischen Leihzins und Unternehmergewinn auf einem Moment beruhen, das für den Rentenzins nicht in Betracht kommt; denn die Verzinsung der Rentenwerte ist — wenn man von den Obligationen der Industrie- und Verkehrsgesellschaften absieht — vom ursprünglichen Kapitalzins unabhängig.

Die Mittel des Geldmarkts sind ferner sowohl durch die Notenausgabe wie durch die Schaffung von Kreditbankengeld erweiterungsfähig, die Mittel des Kapitalmarktes dagegen weit geringerer Ausdehnung fähig; der Hauptstrom kommt dem Kapitalmarkt aus den zur Anlage verfügbaren neuen Sparkapitalien zu und Erweiterungsmöglichkeit ist nur durch Heranziehung von Geldmarkt- und Auslandsmitteln gegeben. Die Frage muß sich darum aufwerfen, wie sich ungeachtet dieser beiden Momente die Parallelbewegungsrichtung von Leih- und Rentenzins erklärt.

Zwischen Geld- und Rentenmarkt besteht eine Verbindung in der Zeit der Depression und der Hochkonjunktur; ist der Zins für Effektenkredit niedriger als der Zinsertrag der Renten, am Kurswert gemessen, so besteht die Tendenz zum spekulativen Rentenkauf mit Leihgeld; ist die Vergütung für Einlagen bei den Banken gleich oder höher als der Zinsertrag der Renten, am Kurswert gemessen, so wird mancher, der sonst Renten zu kaufen gewohnt war, sein Spareinkommen bei einer Bank hinterlegen. Im ersteren Fall werden dem Kapitalmarkt Mittel des Geldmarkts, im zweiten dem Geldmarkt Mittel des Kapitalmarkts zugeführt. Durch diese Zuflüsse am Anfang und Ende der Konjunkturen werden parallele Bewegungsrichtungen des Geldmarkt- und Rentenzinses, aber nicht eine Ausgleichung beider hervorgerufen; die Bewegungen des Rentenzinses sind ungleich langsamer als jene der Geldmarktrate. Auch bei Geldflüssigkeit können nur kleine Quoten des ganzen Rentenmaterials von der Spekulation erfaßt werden; in Epochen geringen Kapitalbedarfs mag dies freilich ausreichen die Kurse stark hinauf und damit den Rentenertrag für den Neuerwerber herabzusetzen; in Epochen starker Kapitalnachfrage dagegen benützen öffentlichrechtliche Körperschaften und Hypotheken-

banken die Kurssteigerung zu verstärkten Neuemissionen. Bei Kapitalknappheit vermag der Rentenertrag dem Steigen des Geldmarktsatzes nicht im gleichen Tempo zu folgen, weil bei Begebung neuer Renten zu sich rasch verschlechternden Kursen ein Deplacement der Renten älterer Emissionen zu befürchten wäre. Aus diesen Ursachen findet nur analoge Bewegungsrichtung von Geldmarktzins und Rentenertrag, aber nicht Ausgleichung statt. Die Wirkung des Verkehrs mit dem Geldmarkt äußert sich bei überwiegender Kapitalnachfrage zunächst auf die Neuemissionen: diese müssen, um das Sparpublikum anzuziehen, einen von der Vergütungsrate für Bankguthaben nicht zu weit entfernten Ertrag abwerfen, die Begebung billiger neuer Anleihen veranlaßt aber einen Teil der Besitzer älterer Emissionen zum Tausch ihres Besitzes gegen neue Werte.

Die Beziehung zwischen Geld- und Aktienmarkt wurde bisher weniger beachtet als das Verhältnis zwischen Geld- und Rentenmarkt; sie ist aber von besonderer Wichtigkeit. Wie wir hervorgehoben haben, kauft die große Mehrheit des Publikums Aktien nur in Zeiten der Haussebewegung; in den Emissionsmonaten solcher Jahre benötigt der Aktienmarkt wegen der großen Anzahl von neuen Werten, die zu dieser Zeit herauskommen und wegen der Hochkurse dieser Emissionen sehr viel Kapital. Das neugewonnene Sparkapital steigt aber nicht so rasch, daß es den vervielfachten Bedarf befriedigen könnte, zumal die Börsekonjunktur zeitlich vor der Wirtschaftskonjunktur, somit zu einer Zeit auftritt, in der die Steigerung der Einkommen noch nicht voll eingesetzt hat. Der Effektenkredit schafft die Mittel zur benötigten Erweiterung des Marktes; die zeitliche Auseinanderlegung von Börse- und Wirtschaftskonjunktur ermöglicht den Banken reichliche Gewährung von Effektenkredit, solange sie durch Betriebskredit noch nicht intensiv in Anspruch genommen sind. Bei Pflege des Finanzgeschäfts haben die Banken ein Interesse an möglichst langer Dauer der Unterbringung der Aktien; es kommt ihnen dabei zugute, daß die Besitzer großer Vermögen bei Hochkursen Aktien zu verkaufen geneigt sind, da sie dieselben Werte bei billigeren Kursen rückzukaufen hoffen und den erzielten Erlös zu diesem Zweck in den letzten Etappen der Börsehausse als Bankguthaben hinterlegen; die Momente, die fortschreitende Börsenkonjunktur charakterisieren: die Verschlechterung der Qualität der Effektenbesitzer, die Ersetzung des Eigenkapitals durch Effektenkredit und eine knappe Marge des Eigentümers werden in der Regel der Fälle dadurch ermöglicht, daß der bisherige Eigentümer von Effekten durch Intervention der Banken indirekt die Mittel zur Gewährung von Effektenkredit

gewährt. Ferner gewinnen die Banken durch Erhöhung der Guthabenvergütung die Möglichkeit neuen Effektenkredits, da ihnen dadurch Kapital zuströmt, das sonst in Renten Anlage gesucht hätte. Die Aenderung der Verteilung von Kapital zwischen Renten- und Aktienmarkt geschieht daher auf dem Umweg über die Banken, über den Geldmarkt.

51. Der Verkehr unter den Kapitalmärkten.

Bei der Darstellung des Verkehrs zwischen den Geldmärkten haben wir auf die Hindernisse hingewiesen, die sich einem internationalen Austausch in den Weg setzen; der internationale Kapitalmarktverkehr ist noch weit enger eingeschränkt. Auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt erfolgt Betätigung durch ausländisches Kapital nur in Ausnahmsfällen. Erwerb von ländlichem Grund durch Ausländer kommt in neuester Zeit namentlich in Südamerika und Aegypten stärker in Betracht. Der städtische Grundbesitz ist überwiegend lokal und fast durchwegs national gebunden; eine Ausnahme größeren Umfangs stellt der englische Hausbesitz in New York dar. Auf diesen beiden Gebieten des nicht organisierten Kapitalmarkts entscheidet überwiegend lokales Angebot und Nachfrage.

Stärker macht sich der internationale Verkehr in der nicht in Aktienform organisierten gewerblichen Produktion geltend, ohne daß aber auch nur in einem Unternehmungszweig Gewinnausgleichung eintreten würde. Ungenügende Kenntnis der Produktionsbedingungen im Ausland, mangelnde Vertrautheit mit den Rechtseinrichtungen und der Sprache hindern vielfach auch den technisch und kapitalistisch genügend ausgerüsteten Fabrikanten daran, seinen Standort in jenem Land zu nehmen, in welchem er den größten Unternehmergewinn erzielen könnte. In Deutschland wurde ungeachtet sinkenden Gewinns eine große Zahl lokaler Brauereien errichtet, ehe sich ein Deutscher entschloß unter ungleich günstigeren Aussichten in die Vereinigten Staaten zu gehen.

Nur wenige Städte besitzen große, modern eingerichtete Brotfabriken — die Eigentümer wollen nicht in das Ausland gehen, weil sie die dortigen Absatzverhältnisse nicht kennen. Aber auch in jenen Unternehmungszweigen, die Filialerrichtungen im Ausland vorzunehmen pflegten, zeigt sich infolge der Schutzzollpolitik der Gegenwart, der Art der Vergebung öffentlicher Lieferungen und der Patentgesetzgebung immer mehr die Tendenz zur Nationalisierung, die Filialen werden

in selbständige ausländische Aktiengesellschaften umgewandelt, deren Kapital überwiegend an ausländische Aktionäre abgestoßen wird.

In größerem Umfang finden internationale Kapitalwanderungen bei planmäßiger Vergleichung der Ertragsaussichten nur auf dem organisierten Kapitalmarkt statt. Bei Hausse auf dem heimischen Kapitalmarkt pflegen die Besitzer großer Vermögen Aktien ausländischer Plätze, auf welchen höhere Rentabilität herrscht, zu erwerben. Wäre dieses Vorgehen allgemein, würden alle Kapitalbesitzer und Verwalter zur freien internationalen Disposition berechtigt sein und würden alle Effekten an allen Märkten gehandelt werden, so würde sich Zins- und Rentabilitätsrate international ausgleichen. Die Besitzer mittlerer und kleinerer Vermögen pflegen aber ausländische Aktien. — nicht Renten — bei steigenden Kursen und sinkender Rentabilität zu erwerben; Sparkassen, Versicherungsgesellschaften, Stiftungen sind zu nationaler Anlage verpflichtet; nur Werte großen Kapitalbetrags sind international verkehrsfähig. Diese drei Momente setzen der Ausgleichung der Rentabilitätsrate große Hindernisse entgegen, während bei der Zinsrate die Tendenz zum internationalen Ausgleich sich entschiedener durchsetzt.

52. Die Wirkungen des Verkehrs unter den Kapitalmärkten.

Die Diskussion über die Bedeutung der Kapitalanlage im Ausland wird seit Jahrzehnten mit steigender Leidenschaft aber ohne deutliche wissenschaftliche Ergebnisse durchgeführt. Die englische Enquête von 1840 und die französische in den sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts hat sich ausführlich mit diesen Fragen befaßt und namentlich den Zusammenhang zwischen Kapitalanlage im Ausland und Krise untersucht. Seit geraumer Zeit beschäftigt sich auch die neuere deutsche und französische Literatur mit diesem Gegenstand. Sie hat zu wirtschaftspolitisch bedeutsamen Konsequenzen geführt.

Ausgangspunkt der Kritik war stets die Verschlechterung der Zahlungsbilanz, die durch Begebung von Kapital ins Ausland herbeigeführt wird. Die neumerkantile Richtung, welche die moderne Wirtschaftspolitik beherrscht, hat in den Kapitalanlagen die einzige durch die Regierung direkt beeinflußbare Post der Zahlungsbilanz erkannt. Man kann heute nicht mehr wie ehedem — außer in Kriegszeiten — den Untertanen die Reise ins Ausland verbieten, dagegen haben sich die Grundsätze der neueren Schutzpolitik gegen Kapitalanlagen im Ausland in der Praxis immer stärker durchgesetzt.

Die ältere englische Kritik setzte dabei ein, daß die Kapitalbegebung zu einer Zeit erfolgt in welcher die Zinsrate des auswärtigen Kapitalmarktes höher ist als jene des inländischen. Da aber die Auszahlung der schuldigen Beträge nicht sofort erfolgt, die Banken des Anleihekonsortiums vielmehr regelmäßig Wert darauf legen, die Guthaben aus dem Anleihenerlös eine Zeitlang selbst zu verwalten, stehen dem Geldmarkt des leihenden Landes Kapitalien zur Verfügung, die durch die konzentrierte Art der Verwendung die Marktrate ungewöhnlich tief heruntersetzen und zu einer Spekulationsperiode führen. Im Verlauf derselben werden aber die Kapitalien von den Anleihestaaten zurückgefordert und dem Geldmarkt gerade in einem Zeitpunkt Mittel entzogen, in welchem er dies am stärksten spürt. Diese Kritik paßt auch noch für die Verhältnisse der Gegenwart, denn auch manche Konjunktur der letzten Generation ist in ihrem Tempo durch Guthaben von Auslandsstaaten, die nur zeitweise verfügbaren Anleiheerlös darstellten, geschaffen worden.

Die Kapitalbegebung in das Ausland hat die Tendenz den Durchschnittszins im Gläubigerland zu heben, im Schuldnerland zu senken, oder genauer ausgedrückt die Wellenlinien, in welchen sich der Zins bewegt, werden im Gläubigerland infolge der Gewährung von Auslandsanlagen eine stärkere Höhe haben. Der Vorsprung, den die billige Beschaffungsmöglichkeit des Kapitals vorgeschrittenen Ländern gegenüber kapitalistisch weniger entwickelten sichert, wird dadurch verkürzt. Die höhere Verzinsung der Auslandsanlagen mag ferner im Gläubigerstaate manchen Kapitalbesitzer der sonst sein Sparkapital produktiven Anlagen zugeführt hätte, zum Erwerb auswärtiger Effekten veranlassen. Man hat vielfach in Frankreich den Banken vorgeworfen, daß sie der Industrie Kapital entziehen und die Verteidiger der Banken haben darauf erwidert, daß der Industrie Kapital nicht fehle. Das ist vielleicht richtig, aber wenn die Franzosen für ihre Ersparnisse nur ein Prozent Kapitalmarktzins erhalten hätten, so würden manche darüber intensiver nachgedacht haben, durch welche Arbeit sie höheren Zins erlangen könnten, als sie es in den letzten Jahren taten, wo ihnen Werte mit hoher Verzinsung buchstäblich ins Haus getragen wurden. Die Entwicklung zum Rentnerstaat wird durch den Kapitalaustausch zweifellos beschleunigt.

Durch die Verkürzung der Differenz des Kapitalmarktzinsfußes wird die Entstehung von Industrien in den Schuldnerstaaten und das Tempo der sonstigen wirtschaftlichen Entwicklung beschleunigt. Die deutschen und französischen Agrarier haben wiederholt auf die Nach-

teile hingewiesen, welche die Großziehung der Landwirtschaft in den überseeischen Ländern der nationalen landwirtschaftlichen Produktion bereitet und haben sich darum z. B. in Frankreich gegen die Gewährung von Hypothekarkredit und den Bau der Eisenbahnen in Argentinien durch französisches Kapital ausgesprochen. Die übliche Entgegnung, daß die Kapitalbewegungen nur den natürlich gegebenen Standorten von Industrie und Landwirtschaft folgen, ist in unserer Periode staatlicher Wirtschaftspolitik nicht aufrecht zu halten.

Die alte freihändlerische Doktrin, der zufolge das Kapital dem höchsten Zins zu folgen hätte, wird heute sowohl von den Regierungen wie vom Publikum selbst zurückgewiesen. Es ist offenkundig inkonsequent, wenn durch Schutzzölle die eigene Industrie gegenüber jener des Auslandes nach Kräften gefördert wird, dagegen der ausländischen Konkurrenz die Möglichkeit der Kapitalinvestition verbilligt wird. Es hat sich darum vielfach der Grundsatz durchgesetzt, auswärtige Kapitalanlagen nur dann vorzunehmen, wenn mit ihnen Lieferungsaufträge für die einheimische Industrie verbunden sind. Man glaubte dadurch zweierlei erreichen zu können: die Verschlechterung der Zahlungsbilanz zu vermindern und die Entwicklung zum Rentnerstaat aufzuhalten. Die konsequente Durchführung dieser Forderung führt aber zur Bevorzugung der Anleihen der Staaten mit unausgebildeter eigener Industrie und daher auch mit schwachen Finanzen. Man konnte diese Forderung den Balkanstaaten oder China, aber nicht der Union, Oesterreich und Rußland gegenüber stellen.

Frankreich hat die auswärtige Kapitalbegebung als Mittel seiner auswärtigen Politik zu verwenden versucht. Es ist kein Zufall, daß dies gerade im letzten Jahrzehnt scheinbar so erfolgreich geschah. Die Periode der großen Kapitalinvestierungen und steigenden Preise seit dem Ende des vorigen Jahrhunderts hat deutlich gezeigt, daß zu den Gläubigerstaaten der Periode der fünfziger und sechziger Jahre des vorigen Jahrhunderts nur wenig neue hinzugetreten sind. Holland und die Schweiz haben schon im achtzehnten Jahrhundert, England seit Beginn, Frankreich seit Mitte des neunzehnten Jahrhunderts Kapital an das Ausland verliehen. Zu diesen Staaten sind seither nur Deutschland und Belgien hinzugetreten. Italien ist als Schuldner von den auswärtigen Märkten fast verschwunden, alle übrigen Staaten sind aber weiter auf ausländischen Kapitaleinstrom angewiesen, und zwar nicht bloß wie vor einem halben Jahrhundert die Vereinigten Staaten, Oesterreich und Spanien, sondern in wachsendem Maß auch die englischen Kolonien, das lateinische Amerika, Rußland und Ostasien. Eng-

land wurde durch seine Kolonien, deren Staatswerten es Mündelsicherheit eingeräumt hat, durch Amerika und teilweise Ostasien außerordentlich stark in Anspruch genommen und als Kapitalgeber des Kontinents rückte immer mehr Frankreich in den Vordergrund, da Deutschland den größten Teil seines Kapitalüberschusses lange Zeit hindurch für sich selbst benötigte und Holland, Belgien und die Schweiz für große Anleihebeträge nicht leistungsfähig waren. Seitdem sich bei der Allianz mit Rußland die Kapitalhergabe als wirksamer Kitt erwiesen hatte, suchte Frankreich Zug um Zug für Gewährung von Auslandsanleihen politische Vorteile auszutauschen. Und die Unterscheidung zwischen politisch geförderten und politisch mißliebigen Anleihen ist von Frankreich auch auf Deutschland übergegangen.

Da wir uns mitten in der Entwicklung befinden, ist ein festes Urteil über die Verbindung von Wirtschafts- und äußerer Politik nicht möglich. Sie scheint aber auf unrichtigen Voraussetzungen zu beruhen. Um augenblicklicher politischer Vorteile willen werden Anleihen übernommen, die Jahrzehnte hinaus laufen. Eine Rentenemission von 1914 erstreckt sich bis ungefähr 1970 und im Zeitraum eines halben Jahrhunderts kann sich die politische Haltung eines Staates mehr als einmal ändern. Man könnte nicht eine einzige politische Kombination nennen, die in der letzten Vergangenheit solange Zeit gedauert hat. Um politischer Vorteile willen könnte man zwei- oder dreijährige Vorschüsse bewilligen, aber bei fünfzigjährigen Anleihen kann der politische Standpunkt den ökonomischen nicht verdrängen, sondern es muß die Frage gestellt werden, ob die Kapitalanleihe auch unbeeinflußt von politischer Gunst oder Ungunst übernommen würde. Staaten namentlich, die dauernd auswärtiges Kapital benötigen, pflegen sich gerne dorthin zu wenden, wo sie es am billigsten bekommen und jeweils politische Versprechungen zu machen, an die sie gerne vergessen, wenn sie anderswo später Geld suchen.

Die Konzentration der Kapitalbegebung auf bestimmte Gebiete verstößt endlich gegen den Grundsatz der Riskenverteilung. Politische und wirtschaftliche Schicksale des starken Schuldnerstaats treffen auch den Gläubiger hart. Er ist bei der eventuellen Notwendigkeit der Zwangseintreibung seiner Forderungen allein beteiligt und muß alle Mittel der völkerrechtlichen Erzwingung allein durchführen. Bei Krisen ist es dem Gläubigerstaat nicht möglich durch Abstoßung auswärtiger Anlagen Hilfe vom Ausland zu bekommen, da die Verbindung von Kapitalbegebung und Politik eine Isolierung der Kapitalmärkte zur Folge hat. Und im Kriegsfall ist nicht einmal der Rückstoß der Werte in das

Schuldnerland selbst möglich, da sonst der Freund oder Verbündete finanziell geschwächt wird. — Schwache Staaten sind bei böswilliger Zahlungseinstellung des Schuldners wehrlos — die großen Anlagen Belgiens im Ausland zum Beispiel sind eine ungeschützte Aktivpost der Wirtschaft. Nur wo auch die militärische Macht vorhanden ist, wie bisher im Verhältnis zwischen England und seinen Kolonien, kann die Uebernahme von Kapital ein loses Band enger flechten.

Die Literatur hat sich bisher ausschließlich mit den Wirkungen der Kapitalbegebungen auf die Gläubigerstaaten befaßt, dagegen die Wirkungen für die Schuldnerländer unberücksichtigt gelassen, vielfach in der Annahme, daß hier die Fragen einfach liegen, da jene Staaten doch nur Interesse an der großen Kapitalzufuhr hätten. In der Tat werden aber die Kapitalmärkte gerade der Schuldnerreiche und ebenso die Banken und Staaten derselben vor ungleich größere Schwierigkeiten gestellt.

Die Aufnahme von Anleihen oder die Begebung von Aktien im Ausland bedeutet die Beschaffung von billigerem Kapital, und dieser große Vorteil wird namentlich bei geringer Entwicklung der Wirtschaft nicht von starken anderen Momenten durchkreuzt. Das wird aber anders, je stärker die Entwicklung fortschreitet und je mehr der Gläubiger wirtschaftspolitische Nebenforderungen stellt.

Bei einer Verbindung von Auslandsanleihen und Industrielieferungen kann der Schuldnerstaat nicht dort kaufen, wo er die Ware am besten oder billigsten erhält, sondern dort, wo er die Anleihe bekommt. Zudem werden die Bestrebungen zur Förderung der eigenen Wirtschaftspolitik gehemmt; wo die Bedingungen für eigene Industrieentwicklung gegeben sind, dort ist es Aufgabe der Banken, den Kapitalmarkt so zu organisieren, daß auswärtige Kapitaltransaktionen mit der Bedingung der Industrielieferung nach Möglichkeit vermieden werden.

Die Unterbringung inländischer Wertpapiere im Ausland ist nur solange gesichert, als die Zinsspannung zwischen den Kapitalmärkten anhält. Erhöht sich der Durchschnittszins im Gläubigerland durch Aenderung der Konjunktur stärker als im Schuldnerland, so wird ein Teil der im Ausland untergebrachten Effekten zurückkommen. Die Rückströmungen infolge der Bewegungen des Auslandsmarktes, welche vom Schuldnerland nicht übersehen werden können und auf welche die heimischen Banken keinen Einfluß zu üben vermögen, macht eine zielbewußte Kapitalmarktpolitik unmöglich. Die Entwicklung des Rentenmarktes und der Industriekonjunktur wird von der Situation des auswärtigen Kapitalmarktes abhängig.

Das Rückströmen der im Ausland untergebrachten Effekten stellt sich bei Veränderung der Zinsspannung ein, wenn der ausländische Zins steigt oder der inländische sinkt. Nur der letztere Fall ermöglicht den Rückkauf im Ausland untergebrachter Werte infolge Kapitalkräftigung der Volkswirtschaft. In gleichem Sinne wirkt sinkende Rentabilität. Wenn diese aber nicht durch überwiegendes Kapitalangebot, sondern durch Spekulation hervorgerufen wird, erfolgt ein Rückstrom der im Ausland untergebrachten Aktien, ohne daß das Mutterland hierfür die genügende Aufnahmsfähigkeit besitzt. Es ist Aufgabe der Banken in den Schuldnerstaaten, durch vorsichtige Kreditgewährung die Rentabilitätsgrenze ihrer Aktienwerte nicht unter das Niveau der Rentabilität in den kapitalgebenden Ländern heruntersinken zu lassen, um nicht den heimischen Kapitalmarkt zu großen Lasten auszusetzen.

53. Die Stellung der Banken auf dem organisierten Kapitalmarkt.

Hinsichtlich des Verhältnisses zum Kapitalmarkt unterscheiden sich die englischen und ein Teil der amerikanischen Kreditbanken wesentlich von den kontinentalen Instituten. Bei den englischen Banken besteht zum organisierten Kapitalmarkt überhaupt nur Beziehung durch den Effektenkredit, d. h. die Banken gewähren dem Rentner wie dem Spekulanten Geldmarktkredit, ohne sich um die Art der Verwendung der Mittel zu kümmern. Auf dem Kontinent und bei den amerikanischen Finanzbanken besteht aber eine enge Verbindung zwischen den Banken und dem Effektenmarkt, die aus drei Momenten hervorgegangen ist.

1. Seit Beginn des 19. Jahrhunderts sind auf dem Kontinent und in Amerika die größeren Emissionen von Bankiers geformt und übernommen worden. Der relativ geringe Kapitalreichtum des Kontinents zu Beginn des 19. Jahrhunderts machte die Tätigkeit von Finanzbanken erforderlich, die mit Eigenkapital und jenem ihrer Klientel in dem Zwischenraum zwischen Uebernahme und Unterbringung der Emission einsetzen und den Erfolg der Anleihen garantieren konnten. Die kommissionsweise Uebernahme neuer Werte hätte den Staaten das Risiko des Mißlingens auferlegt und die Zuführung der Mittel vielfach in nur langen Zwischenräumen gestattet. Darum ist das Konsortialgeschäft so alt wie die Emission. Da es starke Eigenmittel verlangt, sahen auch die Aktienbanken der zweiten Hälfte des vorigen Jahrhunderts, welche von ihren Vorgängern das Konsortialgeschäft übernahmen, sich veranlaßt, mit großem Aktienkapital zu arbeiten.

2. Neben den Staatsgeschäften trat seit Mitte des vorigen Jahr-

hunderts die Finanzierung der Eisenbahnen. Als der Sieg des Staatsbausystems den Banken einen wichtigen Geschäftszweig entzog, suchten und fanden sie Ersatz für den Ausfall in der Pflege der Industrie. Während aber die Bahnen durch starke Guthaben den Banken Mittel zugeführt hatten, hatte die Industrie namentlich in Mittel- und Osteuropa ein lebhaftes Bedürfnis nach Anlagekredit. Das bedeutete für die Banken solange Immobilisierung, bis es gelang, den Kredit durch Aktien oder Obligationen abzustoßen. Die Banken behielten sich in vielen Fällen bei Gewährung von Anlagekrediten die Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft oder die Kapitalserhöhung vor, entsprechend den Traditionen der Eisenbahngründungszeit.

3. Um die Aktien und Obligationen dieser ihnen nahestehenden Unternehmungen abzusetzen, trachteten die Banken mit ihren Kunden auch über den Einlageverkehr hinaus in nähere Berührung zu kommen und das Kommissionsgeschäft, das sie auf dem Effektenmarkt pflegten, gab ihnen die Möglichkeit, langsam in immer stärkerem Maß die Vermögensverwaltung ihrer Einleger an sich zu ziehen.

Die Tätigkeit der Banken auf dem Kapitalmarkt umfaßt die Finanzierung, das Konsortialgeschäft, die börsenmäßige Emission, das Placement außerhalb der Börse, die Vermögensverwaltung und Vermögensberatung sowie das Effektenkommissionsgeschäft.

54. Die Finanzierung.

Gelegenheit zur Finanzierung gibt in der Gegenwart fast nur die Aktiengesellschaft. Bei den Rentenwerten sind die Typen so außerordentlich einfach, daß geistige Tätigkeit der Banken fast nur bei Anleihen jener Staaten notwendig ist, deren Finanzen nicht in Ordnung sind. Im übrigen beschränkt hier sich die Tätigkeit auf die Kursbestimmung und die Entscheidung über die Wahl des Anleihetypus. Das gleiche gilt von den Pfandbriefen.

Von großer Bedeutung ist dagegen die Finanzierungstätigkeit bei der Aktiengesellschaft. Der frühere Hauptfall derselben, die Umwandlung eines bestehenden Unternehmens in eine Aktiengesellschaft, ist in der Gegenwart infolge der Tendenz die weitere Entwicklung der Industrie mehr auf die Vergrößerung der bestehenden als die Errichtung neuer Unternehmungen zu basieren, nicht von derselben Bedeutung wie einst, spielt aber immerhin noch eine erhebliche Rolle. Man wäre auf den ersten Blick geneigt, die Umwandlung für leichter zu halten als die Neugründung, da bei ihr Geschäftsresultate schon vorliegen. Indessen zeigt die Er-

fahrung eine große Zahl von mißglückten Umwandlungen. Der Bankleiter muß vor allem darauf achten, wie die Entwicklung der ganzen Branche verläuft, und zwar nicht bloß die vorübergehende Konjunktur, sondern die dauernde Entwicklungslinie. Es gibt Unternehmungszweige mit stetig aufsteigendem Gewinn, wie die Brotfabriken, deren Nutzen bei guter Organisation mit der Größe der Bevölkerung zu wachsen tendiert, Unternehmungen mit stetig fallendem Gewinn, die technisch nicht mehr konkurrenzfähige Produkte liefern, Unternehmungen mit gleichmäßigem Gewinn, wenn eine bestimmte Produktionsmenge erzeugt und der Nutzen durch Kartellbestimmungen sichergestellt ist, z. B. ein großer Teil der Sprengstoffindustrie. Die weitaus meisten Unternehmungen hängen aber in ihren Ertragsverhältnissen von der Konjunktur ab und die Gewinne bewegen sich in Wellenlinien, deren Spitzen in den Konjunkturen der aufsteigenden Epoche immer höher liegen — wie z. B. bei der deutschen Montanindustrie — oder deren Spitzen immer tiefer liegen, z. B. der Bierindustrie. Wenige Unternehmen können als absolut gut oder absolut schlecht bezeichnet werden. Der Zeitpunkt der Umwandlung und der hiefür gezahlte Preis spielt eine besonders große Rolle. Die Zahl mißglückter Umwandlungen gutgehender Unternehmungen ist sehr erheblich, und ein derartiger Fehlschlag kann die Erweiterungsfähigkeit einer Gesellschaft außerordentlich stark beeinträchtigen. Besondere Vorsicht ist bei Geschäften mit sehr hohem Ertrag geboten, weil mancher Unternehmer die Neigung hat, im Zenith der Konjunktur sein Unternehmen umzuwandeln, wenn er ein Sinken der Ertragsaussichten für bevorstehend hält und weil überhaupt bei Nachforschung der Grundlagen hohen Ertrags sich gewöhnlich eine Reihe von Faktoren ergeben, bei denen Verschlechterung möglich ist — Auflösung eines Kartells, Erhöhung der Ausgaben usw. Bei Ansetzung des Ertrags, der zur Grundlage der Kapitalisierung genommen werden soll, wird der Bankleiter nicht mehr als den Mindestertrag der letzten Konjunktur annehmen, hievon die für die persönliche Arbeitsleistung des Unternehmers zu berechnenden Honorare in Abzug bringen und erst auf der so ermittelten Gewinnrechnung die Kapitalisierung vornehmen. Der tüchtige Bankleiter wird sich bei einer Finanzierung auch nicht ausschließlich auf die heute so beliebten Sachverständigen verlassen, sondern sich selbst ein eigenes Urteil über die Art der im Unternehmen leitenden Persönlichkeit bilden, die er zur Kontrole ihrer kaufmännischen Fähigkeiten womöglich bei der Arbeit selbst beobachtet. Bei Neugründungen von Unternehmungen berücksichtigt der Bankleiter bei Prüfung des Kostenvoranschlags die Erträge, welche andere Aktienunternehmungen derselben Branche

abwerfen, ohne jedoch darin einen Maßstab für die neue Unternehmung zu erblicken, da sich ja diese erst ihren Platz schaffen muß, erhöhte Acquisitions- und Organisationsspesen hat, durch ihren Eintritt in den wirtschaftlichen Wettbewerb eventuell eine Preis- und Gewinnreduktion herbeiführt. Bei Unternehmungen, die als outsiders bestehenden Kartellen gegenüber auftreten, sind die Kosten der ersten Verlustjahre mit ins Kalkül zu ziehen und das Kapital für diese Verluste ausreichend schon bei der Gründung zu bemessen. Neue, noch unerprobte Unternehmungszweige eignen sich für die Bankfinanzierung nicht. Dieser Standpunkt mag engherzig erscheinen, aber wer die zahlreichen Fehlkalkulationen auch bei gründlichster Prüfung eines Unternehmens kennt, wird damit übereinstimmen.

55. Das Konsortialgeschäft.

Auf dem europäischen Kontinent und in den Vereinigten Staaten werden weitaus die meisten Neuemissionen durch ein Bankenkonsortium auf den Markt gebracht. Eine Ausnahme bilden zeitweise nur die Renten einiger ganz großer Staaten, welche direkt zur Subskription aufgelegt werden — aber auch dies geschieht nur in Perioden starker Kapitalflüssigkeit — ferner die Pfandbriefe, deren Verkauf zumeist kommissionsweise übernommen wird. In allen übrigen Fällen übernimmt ein von einer Bank gebildetes Konsortium die Anleihe oder das Aktienkapital fix, um es zu einem höheren Kurse an den Markt zu bringen. Bei der Beurteilung des Charakters des Konsortiums ist der Zeitraum seiner voraussichtlichen Dauer von besonderer Wichtigkeit. Das Risiko bei Uebernahme von Aktien einer eben umgewandelten oder neugegründeten Gesellschaft, die nach deutschem Gesetz erst ein Jahr später auf den Markt kommen kann, ist natürlich größer als das Risiko bei Uebernahme einer Anleihe, die schon wenige Tage später nach Erledigung der Zulassungsbedingungen herausgebracht werden kann. Immerhin ist auch im letzteren Fall das Konsortialgeschäft mit Risiken verbunden, weil der Emissionskurs nur schätzungsweise angesetzt werden kann, ein Irrtum in der Beurteilung der Aufnahmefähigkeit des Publikums sehr leicht ist und alle ungünstigen Ereignisse in der Zwischenzeit zwischen Abschluß des Konsortialgeschäftes und Emission der Bank zur Last fallen. Aus diesem Grunde kann man es als Gepflogenheit der Kontinentalbanken bezeichnen, bei Konsortien nicht mehr als 10—25% für sich selbst zu nehmen und den Rest abzugeben. Von dieser Regel wurden gelegentlich in sehr kapitalsflüssigen Zeiten Ausnahmen gemacht; so hat z. B. der Crédit Lyonnais für sich

allein mehrfach große Anleihenemissionen übernommen, aber in der weitaus größten Mehrzahl der Fälle überwiegt doch das System der Partizipation, wobei bestimmte Verbindungen berücksichtigt zu werden pflegen. So dienen die Konzernsysteme der deutschen Banken, die Beziehungen zwischen den New Yorker Finanz- und den Trustbanken auch dem Finanzgeschäft, ein großer Teil dieser Institute leistet bei Emissionen der führenden Bank Folge. Für die großen Staatsgeschäfte wie für die Reichs- und preußischen Konsols-, die österreichischen und die ungarischen Staatsanleihen, sowie die russischen Staatsgeschäfte bestehen dauernde Konsortien, deren Quoten ein für allemal festgelegt sind.

Die Wahl der Partizipenten an einem Konsortium richtet sich nach der Leistungsfähigkeit in der Unterbringung der Werte und der Tragfähigkeit im Falle des Mißlingens der Emissionen. Beteiligungen in günstigen Emissionszeiten werden vielfach gewissermaßen als Geschenk an Firmen gegeben, mit welchen engere Beziehungen anzuknüpfen der führenden Bank erwünscht ist. Dagegen ist es schwerer, in kapitalknappen Zeiten Konsortien zu bilden. Große, erfolgreiche Emissionsinstitute finden auch in solchen Tagen eine Reihe von Konsortialgenossen, die an früheren Finanzgeschäften der Bank verdient haben oder die sich wegen ihrer sonstigen Beziehungen zum führenden Institut vor einer Ablehnung scheuen, der Partizipent darf jedoch nicht den Eindruck haben, daß die Großbank planmäßig auf seinem Rücken Geschäfte macht. Wird ein derartiges Vorgehen mehrfach verfolgt, so kann dies zur Ablehnung der angetragenen Beteiligungen und damit zu einer Schwächung der führenden Bank im Konsortialgeschäft führen. Es wird darum von gut geleiteten Instituten mit Recht als Ehrensache angesehen, auch bei mißglückten Emissionen im Interesse der übrigen Beteiligten über den Markt des Papieres zu wachen. Der Führer des Konsortiums leitet die Operationen und trägt mit seinem Namen die Verantwortung für das Gelingen in höherem Maße als die übrigen Beteiligten. In manchen Ländern bekommt er hierfür eine besondere „Gestionsprovision", jedenfalls hat er die Möglichkeit, mit dem Schuldner in besonders engen Beziehungen zu stehen, die er namentlich in jenen Fällen, wo es sich um Staatsanleihen handelt, für Bestellungen und Lieferungen an die ihm nahestehenden Industrieunternehmungen ausnützen kann.

England hat nicht das System des Fixkaufes mit nachherigem Verkauf, sondern das sogenannte Underwriting-System, die Garantie der Emissionen. Die neuen Werte werden ohne vorangehendes Konsortium auf den Markt gebracht und eine Gruppe von Finanzbankiers, foreign banks und brokers garantiert die Emission. Gelingt diese, so

erhalten sie ohne Zwischenleistung die Garantiekommission, mißlingt sie, so müssen sie nach ihrer Quote die nicht abgesetzten Stücke übernehmen. Das Zwischenstadium des Konsortialgeschäfts entfällt dadurch.

56. Die Emission.

Die Formen der Emission haben sich in den letzten Generationen nicht wesentlich geändert. Renten werden noch immer überwiegend zur Subskription aufgelegt, d. h. es wird am Subskriptionstag der ganze Rentenbetrag zu bestimmtem Kurs zur Zeichnung aufgelegt. Die Banken nehmen die Zeichnungen ihrer Klienten schon einige Tage vorher entgegen, und wenn die Ansicht obwaltet, daß die Rente mehrfach gezeichnet wird, so pflegt jede Bank den Betrag, den die Kunden zu erhalten wünschen, mit dem wahrscheinlichen Ueberzeichnungsfaktor zu multiplizieren. Wenn einer ihrer Klienten bei einer Schatzscheinemission 100.000 Mk. zu bekommen wünscht, so müssen die Banken so viel mal majorieren, d. h. den Betrag so oft mal nehmen, daß der Klient auch bei Ueberzeichnung die 100.000 Mk. die er wirklich haben will, bekommt. Wenn daher eine zwanzigfache Ueberzeichnung für wahrscheinlich gehalten wird, wird die Bank die von ihrem Klienten wirklich verlangten Beträge mit 20 multiplizieren. Ganz sicher geht dabei aber nur die führende Bank, die am Subskriptionstag genau weiß, wieviel die andern Banken gezeichnet haben, und dementsprechend für ihre Klienten gerade jenen Multiplikator anwenden kann, der dem Durchschnitt der Zeichnungen aller Konsortialbanken entspricht. Die anderen Kreditbanken dagegen sind auf vage Schätzung angewiesen: Majorieren sie zu wenig, so bekommen ihre Klienten nicht jene Summe, die sie haben wollten, majorieren sie zu viel, so bekommen die Kunden mehr als sie wünschten, ja vielleicht mehr, als sie bezahlen können. In dem letzteren Falle werden die zu viel zugeteilten Stücke bald nach der Emission wieder auf den Markt kommen und dadurch den Erfolg derselben in Frage stellen. Speziell die letzten Jahre haben in mehreren Fällen, namentlich in Frankreich, Mißerfolge von Emissionen nach außerordentlich großen Zeichnungsresultaten gebracht, und es fragt sich überhaupt, ob bei der jetzigen vorzüglichen Organisation, welche die Großbanken zur Unterbringung der Effekten besitzen, die Ansetzung der Subskription auf einen bestimmten Tag überhaupt noch Sinn hat.

Bei der Aktieneinführung bürgert sich in Deutschland immer mehr der Modus ein, einen Teil der Aktien mit Sperrverpflichtung an die Klienten der Bank vorher abzugeben, ein relativ geringes Paket an die

Börse zu bringen, durch die Seltenheit des Materials eine Kurssteigerung hervorzurufen und dann zu dem erhöhten Kurs den Restbetrag abzustoßen, ein Vorgehen, das in Zeiten heißer Spekulation sehr große Schädigung mit sich gebracht hat.

Die Hauptschwierigkeit der Emission liegt darin, ein starkes Paket bestimmter Werte an wenigen Tagen unterzubringen. Bei großen Emissionen können die hiefür nötigen Kapitalien nicht durch die Neueinnahmen der letzten Tage allein aufgebracht werden; die Unterbringung der Effekten kann, abgesehen von den gerade in diesen Tagen sich ergebenden neuen Einnahmen, auf dreierlei Weise erfolgen,

durch Abhebung von Guthaben der Kapitalbesitzer bei der Bank,
durch Verkauf anderer weniger tragender Effekten oder
durch Kauf mit Einschuß, wobei ein Teil des Wertes durch die Bank belehnt wird.

Die beiden ersten Formen bedeuten Verkauf „in die letzte Hand".

Zeitlich konzentrierte, zur Anlage verfügbare Neueinnahmen bringen die Kuponzahlungstermine und darum sind diese für Emissionen besonders geeignet. Der Effektenkauf durch Abhebung von Guthaben vollzieht sich in den ersten Jahren der aufsteigenden Konjunktur oder nach Zeiten schwerer politischer oder wirtschaftlicher Krisen, während welcher große Beträge von Sparkapitalien den Banken als Einlage übergeben wurden. Der Effektentausch durch Verkauf weniger tragender Papiere schafft neuen Raum durch Kursdruck auf dem Gesamtmarkt; er charakterisiert Epochen sinkender Rentenkurse. Beim Kauf mit Einschuß endlich werden die Geldmarktmittel der Bank in den Dienst der Emission gestellt. Die Banken besitzen die Möglichkeit, durch billigen Effektenkredit, Bestimmung niedriger Reportsätze, die Emission zu erleichtern. Der Effektenkredit muß nicht allein zur Spekulation gegeben werden, er kann auch von jemand in Anspruch genommen werden, der augenblicklich nicht Kapital zur Verfügung hat, es aber im Laufe der nächsten Zeit zu erhalten hofft. In der überwiegenden Mehrzahl der Fälle ist er aber Spekulationskredit. Eine bestimmte Quote der Effekten muß immer schon der Marktbildung wegen an der Börse bleiben, darüber hinaus aber wird noch ein größerer Betrag von der Börse in Zeiten aufsteigender Kurse aus spekulativen Gründen übernommen, bis sich entweder aus den Kreisen des Publikums heraus Spekulanten finden, die der Börse die Werte abnehmen, weil sie noch höhere Kurse erwarten, oder bis die Unterbringung in die letzte Hand gelungen ist. Ist der größte Teil des zu emittierenden Betrages von der Spekulation mit Hilfe von Bankgeld übernommen, so ist die Emission nicht geglückt und die Aktie

nicht abgesetzt. Es hat sich nur der Eigenbesitz der Bank an Effekten in einen Anlagekredit umgewandelt. Denn den Effektenkredit, der den größten Teil des Emissionsbetrags umfaßt, kann man deshalb nicht als Geldmarktkredit ansehen, weil die Möglichkeit der sofortigen Exequierbarkeit bei Einstellung der Zinszahlung nicht gegeben ist.

In vergangenen Jahrzehnten hat die Börse die Unterbringung der neugeschaffenen Werte besorgt und in England geschieht es noch heute. Auf dem Kontinent und neuerdings in den Vereinigten Staaten ist aber diese Funktion immer mehr an die Bankorganisationen übergegangen.

57. Die Funktionen der Börse auf dem Kapitalmarkt.

Die Börse ist der lokal organisierte Effektenhandelsmarkt. Im Börsenlokal sind zur Börsenzeit die Banken und Kommissionäre anwesend, welche für ihre Kunden Effekten kaufen oder verkaufen oder neu geschaffene Werte, bei denen sie die Konsortialführung hatten, an den Markt bringen, ferner Berufsspekulanten, welche aus den Schwankungen der Kurse innerhalb kurzer Frist Nutzen zu ziehen versuchen. Das anlegende Publikum ist an der Börse direkt nicht vertreten. In früheren Jahrzehnten waren zahlreiche Privatkapitalisten an der Börse anwesend, um dort ihr Vermögen selbst anzulegen, aber mit Ausnahme der Börsen von Frankfurt und Amsterdam findet sich diese Gruppe von Börsenbesuchern an den großen Börseplätzen nur noch selten.

Das örtliche Beisammensein aller Effektenkommissionäre und Berufsspekulanten ermöglicht den raschen Abschluß von Kauf und Verkaufstransaktionen. Handelt es sich um Unterbringung neu geschaffener Werte, so findet man an der Börse sowohl die Vertreter der Vermögensverwaltungen wie die kurzfristige Spekulation, welch letztere mit Vorliebe an Tagen starken Verkaufs, an welchen die Kurse gedrückt sind, kauft, wenn sie erwarten kann, in kleineren Paketen zu erhöhtem Kurse einige Tage später weiter verkaufen zu können.

Das Kapital, welches der Börse zuströmt, sucht gewinnbringende Anlage, ohne individuelles Interesse an der technischen oder kommerziellen Leitung des Unternehmens nehmen zu wollen; es prüft lediglich die Ertragsaussichten. Die Berufsspekulation ist dauernd bestrebt, Effekten gleicher Sicherheit und gleichen Ertrags im Kurse gleichmäßig zu bewerten. Wie wir vorhin ausgeführt haben, findet eine Ausgleichung des Unternehmergewinns auf dem unorganisierten Kapitalmarkt nicht statt. Wohl aber wird auf dem Effektenmarkt Zins und Rentabilitätsrate ausgeglichen. Die Dividenden der an der Berliner Börse notierten

Werte schwanken zwischen 300 und 2%. Der Rentabilitätssatz aber (das heißt der Schlüssel, zu welchem die Dividende kapitalisiert wird) variiert nur zwischen 5 und 8%, von wenigen Ausnahmsfällen abgesehen. In den einzelnen Effektengruppen kann man von einem durchschnittlichen Rentabilitätssatz sprechen, der bei deutschen Bankwerten z. B. in normalen Zeiten 5—5½% beträgt und so fort. Eine große Menge von Börsemitgliedern zieht ihren Gewinn daraus, daß sie das Publikum auf die höhere Rentabilität der Aktie einer Branche gegenüber der einer andern bei gleich günstiger Bilanz oder eines Pfandbriefs gegenüber jenem einer andern Bank aufmerksam macht und dadurch zwei Operationen, einen Kauf und einen Verkauf, hervorruft.

Die Schaffung der Durchschnittsrentabilität durch die Börse ermöglicht den Banken bei Finanzierungen und Kapitalerhöhungen ihre Dispositionen mit größerer Sicherheit zu treffen als dies auf irgend einem andern Gebiet des Kapitalmarkts möglich ist. Wenn 4½%ige Pfandbriefe im Durchschnitt den Parikurs haben, kann der Bankleiter beiläufig den Kurs festsetzen, zu welchem er eine neue Emission übernehmen kann. Demgemäß sind auch die Bedingungen der Bankintervention auf dem organisierten Kapitalmarkt relativ niedrig, selbst in jenen Fällen, wo die Banken als Konsorten Eigenengagement übernehmen müssen. Bei manchen Städteanleihen ist der Konsortialnutzen der Banken nur 1%; niemanden wird es einfallen, 5 Häuser zu 1 Million zu kaufen, wenn er die ungewisse Aussicht hat, sie zu 5.050.000 zu verkaufen, weil ihm das Risiko des Behaltens der Häuser zu groß wäre und ein allgemeingiltiger Verkaufspreis sich überhaupt nicht bestimmen läßt. An der Börse aber läßt sich der Verkaufspreis so genau abschätzen, daß man Anleihen von mehreren 100 Millionen mit Margen von 1—3% übernehmen kann. Das Konsortialgeschäft ist überhaupt nur im Zusammenhang mit dem Börsenpreis denkbar.

Nicht bloß die berufsmäßigen Börsenmitglieder, sondern auch das große Publikum kann die Rentabilitätsvergleichung vornehmen. Die Publikation der Kurse veranlaßt geradezu jeden Kapitalbesitzer zur täglichen Bewertung seines Effektenbestandes, auch wenn er gar nicht Verkaufsabsicht hat. Mancher altväterische Kapitalbesitzer zieht darum die Anlagen des nicht organisierten Kapitalmarkts vor, den Hauskauf oder den Hypothekarkredit, weil er sich nicht täglich durch das Kursblatt aus seiner Ruhe bringen lassen will. Aber wenn er dann die Anlage lösen, das Haus verkaufen will, oder wenn die Hypothek fällig wird, dann wird er auf die Wertveränderung aufmerksam, die inzwischen vorgefallen ist. Vor derartigen plötzlichen Ueberraschungen ist der Effektenbesitzer

relativ gesicherter, zumindest gewöhnt er sich infolge des langsamen Nachgleitens mehr an das Sinken der Kurse. Gäbe es keine Börse, dann würde ein Mann, der vor 20 Jahren englische Konsols gekauft hat, wenn er sie jetzt plötzlich verkaufen würde, mit einem Schlage merken, daß er inzwischen, ohne es wahrzunehmen, ein Drittel seines Vermögens verloren hat.

Durch die tägliche Veröffentlichung der Kursbewegung übt die Börse eine starke Anziehungskraft auf die Verwendung des neugesammelten Kapitals aus. Der Kapitalbesitzer, welcher 100 Bankaktien zu 140 gekauft hat, und ihren Wert auf 150 steigen sieht, ist leicht geneigt, seine Einkünfte in ähnlichen Effekten anzulegen. Der von ihm erzielte Gewinn reizt seinen Bekanntenkreis zu ähnlichem Vorgehen.

Die Börse hat darum starke Anziehungskraft schon in den Zeiten des jungen Kapitalismus ausgeübt als es noch galt, die Einkünfte von Agrarvölkern für Zwecke ferner Kolonien heranzuziehen. Ein Vergleich der Tage der holländischen Spekulation, der Lawschen und der Südseekrise mit der Gegenwart würde allerdings eine starke Verminderung der Anziehungskraft der Börse ergeben. Die Urteilsfähigkeit des Publikums, die Gewissenhaftigkeit der Emissionsstellen, die Tätigkeit der Zulassungsbehörden, die Wirksamkeit der Presse hat die Börse gegenüber jenen Tagen mehr verbürgerlicht. Exzesse durch phantastische Beurteilung der Zukunftschancen, wie dies im 18. Jahrhundert und noch im 19. bis zur Krise von 1873 so häufig war, sind selten geworden, und der Rentabilitätssatz der Aktien sinkt selbst in Zeiten günstiger Konjunktur an den Börsen ernstdenkender Völker nicht zu tief herab. Die starken Rückschläge ergeben sich in der Gegenwart vornehmlich durch Kapitalisierung von wirklich erzielten Hochkonjunkturdividenden, deren Aufrechthaltung nicht möglich ist, zu niedrigem Rentabilitätssatz, nicht aber durch Annahme phantastischer Zukunftserträge.

Ueber die Anziehungskraft der Börse und die Wirkungen, die von ihr ausgehen, ist eine große Literatur geschrieben worden. Die Zahl der Volkswirte, die, sobald sie auf die Börse zu sprechen kommen, in den Pastorenton verfallen, ist noch immer sehr erheblich und die Auffassung der Börse als eines organisierten und staatlich geduldeten Monte Carlo ist weit häufiger anzutreffen, als man gewöhnlich annimmt. Im vollen Gegensatz hiezu erklären die an der Börse interessierten Kreise sie nur für ein Instrument, einen Barometer, der lediglich registriert, aber keinerlei Wirkungen verursacht.

Beide Anschauungen ringen schon seit Jahrhunderten miteinander, und doch ist keine von beiden wirklich gerechtfertigt. Die verurteilende

schiebt der Börse Wirkungen zu, welche zum großen Teil auf andere Ursachen zurückgehen. Dahin gehört der so häufige Vorwurf unrichtiger Bewertungen und unrichtiger Schätzungen des künftigen Ertrags. Jede Schätzung künftigen Einkommens hat mit unsicheren Faktoren zu rechnen, und man müßte den Nachweis führen, daß eine andere Organisation als die Börse die Kalkulation besser treffen würde. Gewiß kann man heute den Wert der Aktie einer Gesellschaft, die doch nur ein spezielles genau zu übersehendes Gewerbe betreibt, besser schätzen, als ehedem den Wert der Aktie der Ostindischen Companie; aber die Riskenmomente in unserer Volkswirtschaft sind doch immer sehr groß. Industriezweige, die seit Generationen eingebürgert sind, sind wegen des schwankenden Ergebnisses der Rohproduktion großen Ertragsänderungen unterworfen z. B. die Baumwoll- oder die Gummiwarenindustrie. Wer sollte für Jahre hinaus die Baumwollernten und Baumwollpreise richtig abschätzen können, wer den dauernden Wert der Aktie einer Beleuchtungsfabrik beziffern, deren Geschäftsumfang eine heute noch im Kopf eines Erfinders schlummernde Idee so rasch einschränken könnte. Wie häufig wird der Eigentümer einer Fabrik von Umwälzungen überrascht, auf die er nicht vorbereitet war. Er selbst kann ungeachtet seiner genauen Kenntnis aller Details seiner Bilanz eine verläßliche Schätzung des Zukunftswertes seiner Fabrik kaum anstellen. Die Börse aber kennt den Wert eines Unternehmens natürlich noch weniger als der Eigentümer, zumal in den Geschäftsberichten der Aktiengesellschaften gerade das Interessanteste nicht gesagt wird und es gewöhnlich geraume Zeit dauert, bis Mängel der technischen oder kommerziellen Organisation allgemein bekannt werden. Aber die Börse bietet doch wenigstens den großen Vorteil, daß eine große Zahl geschäftskundiger, kritischer und gut informierter Personen an dem Schätzungsprozeß beruflich teilnimmt.

Auch der vielfach gemachte Vorwurf, daß sie die Besitzer kleiner Vermögen zu Spekulationen über ihre Kräfte hinaus anreize und in vielen Fällen wirtschaftlichen Ruin oder zum mindesten Verlust mühsam erworbener Ersparnisse zur Folge habe, trifft nicht eigentlich die Börse. Die Spekulation der Besitzer kleiner Kapitalien vollzieht sich regulär nicht mit Eigenkapital sondern mit Hilfe von Effektenkredit, der direkt oder indirekt von den Banken gewährt wird. Die Kritik, die hier auftaucht, muß beim Effektenkredit der Banken, nicht bei der Börse einsetzen.

Ein Teil der Kritik geht somit an die unrichtige Adresse. Aber auch die gegenteilige Meinung die in der Börse nur einen örtlichen Markt oder ein Instrument sehen will, hat unrecht. Die Börse unter-

scheidet sich von sonstigen Märkten[1] dadurch, daß der Vorrat, der noch auf den Markt kommen kann, sich nicht übersehen läßt. Dieser setzt sich nicht bloß aus der Gesamtheit der Emissionen zusammen, die von öffentlichen Körperschaften des In- und Auslandes, Banken, Industrie und Verkehrsunternehmungen geplant werden, sondern auch aus den Effekten, welche von den bisherigen Eigentümern wieder auf den Markt zurückgeworfen werden. Im Gegensatz zur Ware sind ja die Effekten dauernd Gegenstand des wirtschaftlichen Verkehrs. Auch die Zahl der Käufer und ihre Kaufstärke ist im vorhinein schwer abzuschätzen, da die Anziehungskraft auf das außenstehende Publikum starken und unberechenbaren Schwankungen unterworfen ist. Die dreifache Unsicherheit über Angebot, Nachfrage und Ertragsaussichten der zu kapitalisierenden Effekten läßt ein absolut sicheres Markturteil nicht zu. Aus der Summe dessen, was er weiß, und dessen, was er voraussieht, muß sich jedes Börsenmitglied ein Urteil über die Lage des Marktes bilden, das aber in hohem Maße von den Ansichten der Umgebung beeinflußt wird. Die Börse erzeugt Massenurteile, ihr Organismus ist geeignet, eine Einheit der Stimmung, eine Mehrheitsüberzeugung von der Art der künftigen Entwicklung hervorzurufen, die sich dem außenstehenden Publikum in den Zeiten der Aufwärtsbewegung der Wirtschaft mit suggestiver Kraft mitteilt, und in einer derartigen Stimmung mögen auch Werte emporgehoben oder heruntergesetzt werden, bei denen individuelle Verhältnisse eine Kursänderung nicht begründen würden. Infolge der Bildung eines Gesamturteils über die wirtschaftliche Entwicklung wird die Börsebewegung zeitlich schärfer konzentriert als jene der wirtschaftlichen Konjunktur. Bei teurem Leihgeld und angespannten Engagements kann das Zusammentreffen mehrerer ungünstiger Nachrichten einen Niederbruch der Haussebewegung hervorrufen, an einem Tag die Wendung der Stimmung erzeugen und die Kurse der führenden Werte rasch heruntersetzen, während sich in der Wirtschaft selbst derartige Entwicklungen nicht von einem Tag zum andern, sondern allmählich vollziehen, von einem Industriezweig zum andern übergehen. Die der Börse innewohnende Tendenz der Ausgleichung der Rentabilitätsrate führt dazu, daß in Perioden aufsteigender Entwicklung, wenn die Rentabilität der führenden Werte auf 5—5½ % gesunken ist, der broker die Liste der Wertpapiere durchgeht und seinen Klienten jene Werte zum Ankauf empfiehlt, die noch 7 % tragen. Durch die Gleichbewertung zweier Effektengruppen mit ungleichen Zukunftschancen kann eine Ueberbewertung zahlreicher Effekten resultieren.

Die Anziehungskraft auf das Publikum wird aber erfahrungsgemäß nur dann geübt, wenn die Kurse gestiegen sind. Die weitgehende Kurspublizität macht das Publikum auf die Kurssteigerung geradezu aufmerksam. Jene Börsenmitglieder, die sich ausschließlich auf das Effektenkommissiongeschäft beschränken, haben ein überwiegendes Interesse daran, eine Aufwärtsbewegung hervorzurufen, um das Publikum für die Börse zu interessieren. Die Börse arbeitet nicht regelmäßig, sondern stoßweise und darum muß eine Konzentrierung der Emissionen jener Werte, welche in erster Linie auf das Börsenplacement angewiesen sind, in der Zeit der intensiven Hausse vorgenommen werden. Die Eignung der Werte in die Börsenbewegung eingezogen zu werden, wird durch drei Momente erhöht.

1. Dem Handel muß ein großes Paket von Effekten zur Verfügung stehen. In Werten kleineren Umfangs oder in Effekten, von denen der größte Teil in festen Händen bleibt, kann sich nicht leicht ein lebhafter Verkehr entwickeln. An allen Börsen ist ein Mindestnominalkapital als Bedingung der Zulassung erforderlich, dessen Höhe mit der Größe der Börse zunimmt. Aber auch von den notierten Werten ist nur ein Teil und zwar nur die größeren in lebhaftem Verkehr. Die nicht im Terminhandel umgesetzten Effekten haben zumeist einen unverläßlichen und zu größeren Umsätzen wenig geeigneten Markt. Große Unternehmungen sind ihrem ganzen Wesen nach auch ungleich leichter geeignet, die Phantasie anzuregen, wegen der Art ihres Geschäftsbetriebs auf einen ansehnlichen Kreis des Publikums zu wirken, da ihr Name leichter bekannt wird. Seit ihrem Bestehen haben die Effektenbörsen große Unternehmungen begünstigt und verglichen mit dem Wachstum des allgemeinen Kapitalreichtums, ist der Umfang der Gesellschaften die im Vordergrund der Börsebewegung stehen, eher kleiner als größer geworden. Je weiter der Käufer vom Wirkungsgebiet des Unternehmens, dessen Werte er kauft, entfernt ist, desto größer muß das Kapital des Unternehmens sein.

2. Ein Schwanken des Erträgnisses begünstigt den Börsenverkehr. Effekten mit stets gleichbleibendem Ertrag werden in die Rubrik der Zinswerte eingereiht und verlieren bald die Eignung der Anziehungskraft auf das Publikum in der Haussezeit.

3. Ein Effekt schmiegt sich der Börsebewegung umso leichter an, je mehr seine Ertragschwankungen die Wirkung der Gesamtkonjunktur des nationalen Wirtschaftslebens widerspiegeln. Die Börse und ihr Publikum benötigen Standardpapiere, die man generell ohne nähere Kenntnis der Verhältnisse kaufen kann, wenn man annimmt, daß die

Kurse in die Höhe gehen werden. In früheren Jahrzehnten hatten Bank- und Eisenbahnwerte diese Bedeutung, heute vornehmlich Montan- und neuerdings Rüstungswerte.

58. Das Bankenplacement.

Die Bedeutung der Börse für die Unterbringung von Effekten hat in der letzten Generation eine starke Veränderung erfahren. Ihr Organismus hat sich für die Aufgaben, welche die öffentlichen Wirtschaften und die Industrie an sie stellten, als unzureichend erwiesen.

1. Die Börse zieht Kapital stoßweise an. Sie bewährt sich dort wo es gilt bei großen Zukunftserwartungen einen Kapitalbedarf einmal zu befriedigen. Aber die öffentlichen Wirtschaften benötigen regelmäßig Anlagekapital und können auf die periodische Zuführung allein nicht angewiesen bleiben.

2. Die Börse bevorzugt Werte mit starker Spannung der Ertragaussichten. Für die Unterbringung von Zinswerten gesunder Staaten hat sie wenig Interesse bekunden können. Auch jene Effekten, bei welchen durch die langsame Arbeit einer Generation die Stabilisierung der Dividende erzielt wurde, sind aus dem Mittelpunkt des Börseninteresses ausgeschieden und es mußte nach einer anderen Organisation Sorge getragen werden.

3. Die Börse übt die Anziehungskraft auf das Kapital durch die propagandatorische Kraft der Kursveröffentlichung aus. Für die Vermögensverwaltungsbedürfnisse des Publikums aber hat sie sich, von England abgesehen, nicht als zureichend erwiesen. Mit der Entwicklung der Verkehrswirtschaft entstanden in den Haushalten vornehmlich der industriellen und kaufmännischen Berufe Einkommenüberschüsse die regelmäßig Verwendung suchten. Sie gehörten Leuten, die gewöhnt waren, Vermögen ernst zu verwalten und bei der Anlage desselben Risiken nach Möglichkeit zu vermeiden.

Das Zusammenwirken dieser Momente hat eine Wendung in der Bedeutung der Börse herbeigeführt. Es bildeten sich Organisationen aus, welche bestrebt waren, die Kapitalanlage planmäßig zu lenken. Sie wirkten nicht von einem Zentralpunkt aus wie die Börsen, sondern gingen zum Kapitalanleger selbst heran, waren dezentralisiert. Der Prozeß begann bei den öffentlichen Anleihen.

Noch in der Mitte des vorigen Jahrhunderts hatte die Börse für die Unterbringung von Staatsrenten entscheidende Bedeutung und die Wahl des Emissionsmodus trug diesem Verhältnis Rechnung. Mit

der Konsolidierung der Finanzen der führenden Staaten entwickelte sich die Rente immer mehr zu einem Anlagepapier mit fester Verzinsung. Die Bedeutung der Rentenkulisse, in welcher sich noch vor einer Generation die politische Situation gespiegelt hatte, ging zurück. An Stelle der Emissionsformen, welche die Spekulation anreizen sollten, traten immer häufiger andere, welche der Unterbringung der neuen Werte in die letzte Hand zu dienen geeignet waren. Fast alle größeren Staaten gingen daran, dezentralisierte Absatzorganisationen für ihre Renten zu schaffen.

England und Frankreich hatten schon in der ersten Hälfte des neunzehnten Jahrhunderts ihre Sparkassen zur Rentenanlage verpflichtet und wenn auch diese Maßnahmen offiziell mit der Notwendigkeit begründet wurden, sichere Anlagemöglichkeit für die Ersparnisse des Besitzers kleinen Kapitals zu bieten, so war doch namentlich in Frankreich die Rücksicht auf die Unterbringung der Renten mit entscheidend. Das gleiche Ziel verfolgte die englische Postsparkasse und bewußt die analogen kontinentalen Institute. Manche von diesen, vornehmlich die österreichische Postsparkasse haben sich geradezu zu Staatsbanken entwickelt, leiten die Rentenkonsortien, übernehmen zeitweise sogar allein Rentenemissionen. Die Postsparkasse ist sicherlich der stärkste dezentralisierte Apparat zur Unterbringung von Renten, der überhaupt möglich ist. Mit ihren vielen tausend Filialen kann sie in die kleinsten Dörfer dringen, wo keine andere Bankorganisation möglich wäre. Wie das Kino infolge Fehlens der persönlichen Regie in jedem Dorf eingerichtet werden kann, in dem ein Theater nie möglich wäre, so kann die Postsparkasse infolge der Regiedeckung durch die Post in Dörfer kommen, die nie eine Depositenkasse oder eine Sparkasse erhalten könnten. Die Vorzüglichkeit der Organisation in bezug auf Dezentralisierung und die Möglichkeit der Zuteilung kleinster Rentenabschnitte — in England selbst bis zu einem Schilling — ist unübertroffen und die Billigkeit ihrer Organisation unerreicht. Ihr Mangel liegt in der Inaktivität: die Postbeamten können nicht zum Publikum gehen, sondern müssen warten, bis das Publikum zu ihnen kommt. Vielleicht wäre es an kleineren Orten möglich eine aktive Tätigkeit zu entwickeln, in der Großstadt würde es uns noch heute seltsam berühren, wenn der Beamte am Postschalter Renten empfehlen würde. Doch das mag sich mit der Zeit ändern. Ein anderer Mangel liegt in der Einseitigkeit der Verwendung der Spargelder der Einleger in Staatsrenten, wodurch bei politischen Krisen Störungen leicht hervorgerufen werden können.

Einen ähnlichen Zweck verfolgen die Zwangsanlagebestimmungen zum Rentenkauf, die in Preußen, Bayern und Oesterreich den Sparkassen, in mehreren Staaten den privaten Versicherungsgesellschaften und den Instituten der Sozialversicherung auferlegt wurden.

In besonders wirksamer Weise haben sich auf dem europäischen Kontinent die Kreditbanken zu Organisationen für die Kapitalanlage ausgebildet; vornehmlich die französischen Institute haben seit einer Generation die Einrichtung eines weitverzweigten Filialnetzes zur planmäßigen Unterbringung von Emissionen und Deckung des Anlagebedarfs der Bevölkerung übernommen. Sie dringen durch ihre Demarcheurs in die Häuser zu Dienstmädchen und Kleinbürgern und kommen selbst an den kleinsten Sparer heran. Die Organisation des Placement überwiegt bei ihnen beinahe die Kredittätigkeit und für die Unterbringung der Effekten in die letzte Hand haben sie unleugbar viel geleistet. Eine ähnliche Entwicklung, wenn auch nicht in so weitreichendem Umfang, hat sich in Deutschland und Oesterreich vollzogen.

Der Verkehr zwischen den Banken und dem Publikum trägt ganz anderen Charakter als jener zwischen der Börse und dem Publikum. Denn die Banken stehen Kapitalanlegern gegenüber, welche regelmäßige Mehreinkünfte verzinsen wollen, und zwar persönlich bekannten Einlegern, welche auch sonst andere Geschäftsverbindung mit ihnen unterhalten, Einlagenkonti besitzen, Finanzgeschäfte machen. Unvorsichtige Beratung kann Abbruch der Geschäftsverbindung zur Folge haben, Minderung des Vertrauens zur Bank mit sich bringen. Das legt erhöhte Vorsicht auf; die Kenntnis der Vermögensverhältnisse und Vermögensbewegungen, welche die dezentralisierte Organisation der Banken ermöglichte, gewährt die Möglichkeit sicherer Abschätzung der Höhe des Kapitalangebotes.

59. Die Stellung der Banken zur Börse.

Börsenplacement und Bankenplacement stehen in der Gegenwart unmittelbar nebeneinander. Die Banken des Kontinents und die Finanzbanken Amerikas haben die Aufgabe übernommen, die von ihnen geschaffenen Effekten beiden Organisationen anzupassen. Die Werte schwankenden Ertrags gehören überwiegend dem Börse-, jene stabilen Ertrags dem Bankenplacement an.

Wie vorhin ausgeführt wurde, verlangt die Börse großes Kapital, schwankenden Ertrag und möglichste Abstreifung des individuellen Charakters der Unternehmungen.

1. Demzufolge waren die Banken bestrebt Unternehmungen mit starkem Kapital zu schaffen. Ein Unternehmen mit großem Kapital ist kreditfähiger und die Marktschaffung für große Werte ist leichter als für Aktien kleiner Unternehmungen, die nur lokal bekannt sind. In Deutschland und Amerika, in Oesterreich, Rußland und Italien haben darum die Kreditbanken an der industriellen Fusionsbewegung lebhaftesten Anteil genommen.

2. Die Börse verlangt schwankenden Ertrag; in vergangenen Jahrzehnten wurden in der Zeit der Depression geflissentlich spärliche Dividenden gezahlt, dagegen in den Tagen der Börsebewegung hohe Dividenden und Reserveausschüttungen vorgenommen, um dadurch Kurssteigerungen hervorzurufen, welche der Emission neuer Aktien zugute kommen sollten. In neuerer Zeit ist den Banken die Aufgabe der scharfen Sonderung zwischen Anlagen mit gleichbleibendem und Anlagen mit schwankendem Ertrag erwachsen, die schon bei der Finanzierung selbst durchgeführt werden muß.

3. Die Abstreifung der individuellen Züge des Unternehmens vom Wertpapier und die Schaffung von Tendenzmaterial ist die wichtigste Aufgabe, die bei der Beziehung zwischen Banken und Börse zu lösen ist. Bei Renten und Pfandbriefen hat sich dieser Prozeß schon vor Generationen vollzogen. Ehedem hatten die Gläubiger des Staates individuelle Deckung und die Pfandbriefe der preußischen Landschaften wahren die Erinnerung an jene Zeit, wo der Pfandbriefgläubiger durch Zugriff auf ein konkretes ihm verpfändetes Grundstück sich bezahlt machen konnte. Die moderne Staatsrente, die auf dem Gesamtkredit des Staats beruht, der moderne Pfandbrief, der auf den Hypothekardarlehen des Pfandbriefinstituts basiert, hatten individuellen Charakter verloren. Bei Aktienwerten war dieser Prozeß weit schwerer durchzuführen als bei Renten.

Die Bewertung der Spekulationspapiere in früheren Epochen erscheint uns roh und sachlich nicht begründet. Man muß indes berücksichtigen, daß bei den Börsenbewegungen vergangener Jahrhunderte Konjunkturpapiere im Vordergrund standen. Aktien eines Kolonialunternehmens mußten einen höheren Wert bekommen, wenn sich die Kolonie entwickelte, Aktien einer Eisenbahn mehr Dividende abwerfen, wenn die Produktion in den von der Bahn durchzogenen Gebieten sich steigerte. Aus allgemein optimistischer Beurteilung der Wirtschaftsentwicklung heraus konnte man in der Kolonial- und Eisenbahnzeit die Aktien der führenden Werte erwerben. In den letzten dreißig Jahren aber, in den Tagen der Vorherrschaft der Industriewerte war

sorgsame Beurteilung jedes einzelnen Unternehmens nötig. Auch wer eine optimistische Gesamtansicht hatte, konnte nicht ohne genauere Sachkenntnis Papieraktien erwerben, weil für die Konjunkturentwicklung dieser Industrie besondere Momente in Betracht gezogen werden müssen und wer selbst ein günstiges Urteil über die Aussichten dieses Produktionszweiges hat, kann nicht unterschiedslos jede Papieraktie kaufen, da die für jedes Unternehmen maßgebenden individuellen Umstände eine erhebliche Rolle spielen. Dies verursachte eine starke Schwerfälligkeit im Verkehr der Industriewerte und noch in der Gegenwart läßt der Markt für Aktien jener Produktionszweige, bei denen konkrete Verhältnisse für die Beurteilung der einzelnen Firmen besonders stark in Betracht kommen, zum Beispiel der Textilindustrie, viel zu wünschen übrig. Das große Publikum braucht allgemein verständliche Tatsachen, an denen es sein Urteil bilden kann und Werte, in welchen diese Tatsachen ihren Ausdruck finden.

Als die Eisenbahnpapiere von den kontinentalen Börsen verschwanden und die Bankaktien fest verzinslich wurden, schien den Börsen das Tendenzmaterial zu fehlen. Im bewußten Finanzierungsprozeß wurden in der Industrie neue Tendenzwerte geschaffen. Am konsequentesten wurden die Aufgaben, welche die Banken im Verkehr mit den Börsen zu lösen haben, in den Vereinigten Staaten durchgeführt und die typische Trustfinanzierung gibt hierfür das deutlichste Beispiel.

1. Durch Vereinigung einer Reihe von Unternehmungen im Trust war die Bildung einer großen Aktiengesellschaft erreicht worden. Von den bis dahin bestehenden Einzelunternehmungen hatten viele teils wegen geringen Ertrags, teils wegen mäßigen Umfangs nicht in eine emissionsfähige Aktiengesellschaft umgewandelt werden können. Die Fusionierung bedeutete nicht nur die Möglichkeit den Wert aller Unternehmungen durch den Markt abschätzen zu lassen, sondern auch die Gelegenheit auswärtiger Kapitalbegebung. Wenig europäische Spekulanten hätten die Aktien einer Gießerei in Idaho gekauft — in der Aktie des Steel-Trust kaufte der Kapitalist gewissermaßen eine Quote dieser Aktie mit.

2. Bei der Finanzierung wurde zwischen Anlage- und Spekulationswerten geschieden: Der Gegenwartsertrag wurde kapitalisiert und in Vorzugsaktien ausgegeben, der Zukunftsertrag sowie der Gewinn aus Verbesserungen durch die Betriebszusammenfassung den gewöhnlichen Aktien zugewiesen. Der Commonshare, der in Depressionszeiten keinen Ertrag bringt und dessen Wert nur in der möglichen Ge-

winnsteigerungschance des Unternehmens liegt, ist ein rein spekulatives Papier. Er war in der Depressionszeit zu sehr niedrigem Preise erlangbar und stellte gewissermaßen eine Prämie auf die Zukunft dar. Eine europäische Aktie die in der Depression statt 10% nur 5% ergibt, bietet dem Spekulanten noch immer ein Risiko, da sich der Erwerber fragen muß, ob die 5% Dividende aufrecht bleiben. Bei einer Aktie dagegen die nichts zahlt, wird auch nicht viel gewagt, aber der ganze Zukunftsgewinn steht in Aussicht zum mindest dort, wo die Vorzugsaktien in ihrer Dividende begrenzt sind. Dieses im Ansatz vortreffliche Konzept wurde freilich in der Praxis durch zu hohe Ansetzung der Vorzugsaktien und Emission der gewöhnlichen Aktien im Zenit der Konjunktur stark diskreditiert.

3. Durch die Vereinigung der meisten Unternehmungen eines Industriezweiges in eine Gesellschaft wurde die Individualität des einzelnen Betriebs belanglos. Die Prüfung der konkreten Verhältnisse des einzelnen Unternehmens wurde erspart und wer sich für einen Produktionszweig interessierte, glaubte ohne genauere Prüfung die Aktie der Trustunternehmung kaufen zu können, in welcher ja alle günstigen Momente der Industrie zum Ausdruck kommen mußten.

Auf dem Kontinent konnten die Banken diese Aufgaben nur in wesentlich abgeschwächter Weise durchführen.

60. Die Aufgaben des Bankenplacement.

Das Bankenplacement, die Unterbringung neuer Werte durch die Bankorganisation vollzieht sich im persönlichen Verkehr zwischen den Angestellten der Bank und den Kunden. Die Banken des Kontinents haben durch ihre sonstige Tätigkeit in den meisten Fällen die Möglichkeit, Vermögen und Charakter des Kunden zu beurteilen und danach ihre Ratschläge einzurichten. Sie trachten dahin neuentstehendes Einkommen an der Wurzel zu fassen und pflegen darum auch Vermögensverwaltungen und Testamentsausführungen. Die Kenntnis der Vermögensverhältnisse und Absichten der Kunden gewährt einen hohen Grad der Sicherheit bei Emissionen. Eine Bank mit vielen Filialen kann relativ leicht abschätzen, wieviel von einer Rentenemission mit bestimmter Verzinsung von ihren Klienten genommen werden wird. Die Kupons werden bei ihr eingelöst, Zahlungen an die Kunden auf deren Konto geleistet, aus Anfragen der Parteien, aus der Art des Absatzes der Vorräte an Kommissionseffekten kann die Stärke der Kaufkraft abgeschätzt werden. Mißgriffe bei Neuemissionen wie sie in England vorkommen, wo nicht häufig nur wenige Prozente des Kapitals vom Publikum wirk-

lich übernommen werden, sind bei Bankenplacement selten, da die Beamten der Filialen und Depositenkassen in ihrer Gesamtheit ein meist zutreffendes Urteil über die Stimmung ihrer Kunden besitzen.

Für das Bankenplacement sind in erster Reihe fest verzinsliche Werte geeignet, Renten und Pfandbriefe. Ein großer Teil des Bankenplacements dient der Unterbringung in die letzte Hand; wer aber ein Effekt dauernd besitzen will, legt einen entscheidenden Wert auf die Sicherung des Ertrags. In der letzten Generation bemühten sich die Banken mit zunehmendem Erfolg Industriewerte für ihr Bankenplacement geeignet zu machen.

1. Privatversuche, aus Industrie- und Verkehrsaktien sichere Anlagen zu formen, waren schon im sechsten und siebenten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts erfolgt. Die englischen Investment-Trusts, Vereinigungen zu gemeinsamer Kapitalanlage zur Ausgleichung der Risken der einzelnen Werte, und die gemischte Anlage des Kontinents, welche verschiedene Werte mit ungleichartigen Ertragsaussichten zu einer Vermögensgruppierung zusammenfaßte, suchten dem einzelnen Anleger einen regelmäßigen Nutzen aus Aktien zu sichern. Ungleich bedeutsamer aber wurden die Finanzmethoden zur Schaffung von Typen von Industrie und Verkehrswerten mit regelmäßigem Ertrag.

2. Schon seit der Zeit der Eisenbahnfinanzierung wird ein Teil des Unternehmerkapitals durch Ausgabe von Obligationen aufgebracht. Weder bei Eisenbahnen noch bei Industrieunternehmungen ist eine absolut sichere Grundlage der Obligationen vorhanden. Der Wert des Eisenbahndammes ist von der Aufrechterhaltung des Betriebs, der Wert eines Fabriksgrundstückes von der aktiven Tätigkeit abhängig. Bei vorsichtiger Finanzierung dürfen nur soviel Obligationen ausgegeben werden, daß der Zinsen- und Tilgungsdienst nach Deckung aller Auslagen auch im ungünstigsten Konjunkturjahr gewährleistet ist und noch darüber hinaus jährlich ein Betrag für Dividendenzahlung erübrigt. Die Deckung des Obligationendienstes allein ist nicht hinreichend, denn wenn die hierfür erforderlichen Beträge die Einnahmen des Unternehmens erschöpfen und eine Dividende nicht gezahlt werden kann, das Unternehmen jedoch neues Kapital benötigt, so entsteht für die Besitzer der Obligationen selbst die Notwendigkeit zu unfreiwilliger Kapitalzahlung oder Vorrangseinräumung für neue Anleihen. Die amerikanische Eisenbahngeschichte ist an Fällen dieser Art reich.

Außer den Vereinigten Staaten hat das Obligationssystem im Verkehrswesen besonders in Frankreich Anwendung gefunden. Die Vorliebe der Franzosen für äußerlich sichere Anlagewerte und die dort be-

sonders starke Einwirkung des Bankenplacements hat zur Bevorzugung der Obligationen auch bei den Gesellschaften geführt, die von französischem Kapital im Auslande errichtet wurden. Das zu große Ausmaß dieser Obligationen, die bei russischen und südamerikanischen Bahnwerten in manchen Fällen zweidrittel des Investitionskapitals überschreiten, und der dadurch verursachte Zwang zu hoher fester Verzinsung hat bei schlechtem Geschäftsgang bei einer Reihe so finanzierter Unternehmungen Schwierigkeiten hervorgerufen und mitunter den Fortbestand des Unternehmens gefährdet. Die Geschichte der österreichischen Südbahn liefert hierfür das markanteste Beispiel. In der Industrie ist die Bemessung der Obligationen noch schwerer durchzuführen als bei Verkehrsunternehmungen.

3. In den Vereinigten Staaten suchte man dem Nachteil der Verzinsungspflicht, welcher den Obligationen anhaftet, zum Teil dadurch abzuhelfen, daß man auf Grund des Gegenwartsertrags Vorzugsaktien schuf, die in ihrer Dividende fix begrenzt waren und zumeist aus den Gewinnen künftiger Jahre Ersatz für das Unterbleiben oder die Verkürzung der Dividendenzahlungen in einem Jahre erhalten sollte. Auf dem Kontinent haben sich Vorzugsaktien nur wenig eingebürgert, da sie das Placement der gewöhnlichen Aktien vielfach benachteiligen.

4. Der Ausgabe von Obligationen sind enge Grenzen gesetzt, die Vorzugsaktien konnten sich auf dem Kontinent überhaupt nur wenig einbürgern. Hier galt es somit die gewöhnlichen Aktien dem Bankenplacement einzufügen. Um dieses Ziel zu erreichen, gingen die Banken für ihre Aktien zur stabilen Dividendenpolitik über. In den ersten Zeiten der Aktienbanken wurde entsprechend den Anforderungen der Börse aller Reingewinn ausbezahlt und die Dividende schwankte daher noch in der Gründerperiode außerordentlich stark. Die Anglo-österreichische Bank z. B. erhöhte noch im Jahre 1868 ihre Dividende von 15 auf 78% ohne dabei die Reserven über das statutenmäßige Maximum hinaus zu sortieren. Seit Anfang des achten Jahrzehnts des vorigen Jahrhunderts begannen einzelne Kreditbanken, unter welchen die Deutsche Bank, der Crédit Lyonnais, die österreichische Boden-Kredit-Anstalt und die belgische Société générale besonders konsequent vorgingen, große stille und offene Rücklage zu machen und auf eine Stabilisierung der Dividende hinzuarbeiten, indem sie die Gewinne aus einmaligen Geschäften namentlich aus Konsortien und Effektentransaktionen ganz oder zum Teil unverrechnet ließen und an die Aktionäre nur eine Quote des gesamten Reingewinns verteilten. Dieser Vorgang wurde bald so allgemein,

daß in der Gegenwart der Rückgang der Dividende bei einer Bank in normalen Zeiten als unliebsame Ausnahme empfunden wird.

Auch in der Industrie wurde die Dividende vielfach stabilisiert und zwar durch Zurückhaltung eines Teils des Konjunkturgewinnes, durch das Beteiligungssystem, welches führenden großen Unternehmungen regelmäßige Aufträge zu vertragsmäßigen Bedingungen sicherte; Kartelle selbst konnten die Preise nicht immer aufrecht halten, aber sie vermochten bei Depression ein zu starkes Sinken der Gewinnkurve zu vermeiden.

Bei vorsichtiger Dividendenpolitik kommt in den ausgezahlten Gewinnbeträgen weder Konjunktur noch Depression zum Ausdruck. Der Grundsatz der Bilanzwahrheit hat sich zu einer leeren Prinzipienforderung verflüchtigt. Nicht das Ergebnis des Gewinn- und Verlustkontos bestimmt die Dividende, sondern vielfach wird umgekehrt zuerst von der Direktion die Dividende bestimmt und danach das zu veröffentlichende Gewinn- und Verlustkonto angelegt. In den letzten Jahren sind in Deutschland und Oesterreich Millionenverluste bei einzelnen Unternehmungen aus stillen Reserven ohne Reduktion der Dividende oder der Reserve gedeckt worden, Verluste die vor vier Jahrzehnten eine Bank zugrunde gerichtet hätten.

61. Das Verhältnis zwischen Bankenplacement und Börseplacement.

Die Kreditbanken, Sparkassen, Postsparkassen erfassen das neu gebildete Kapital an der Quelle. Selbst das Großkapital gewöhnt sich immer mehr daran durch die Banken zu arbeiten statt die Börse direkt aufzusuchen, und der Kundenkreis der an den großen Börsen vertretenen Privatbankiers und Kommissionsfirmen hat sich gelichtet. Die Kraft der Börse hat infolgedessen auf dem Kontinent mit dem Wachstum der Wirtschaft nicht gleichen Schritt gehalten und selbst führende Finanzbanken, wie die Banque de Paris, welche sonst sich ausschließlich des Börsenplacements bedienten, haben sich in den letzten Jahren genötigt gesehen Verbindungen mit anderen Kreditbanken einzugehen, welche eine Organisation zum direkten Absatz der Effekten besitzen. Der sichtbare Fortschritt des Bankenplacement und der Rückgang der relativen Bedeutung der Börse hat vielfach die Vermutung aufkommen lassen, daß die Zukunftsentwicklung ausschließlich dem Bankenplacement gehöre und die Organisation der Börse überlebt sei. Die Emissionen würden schon jetzt zu einem erheblichen Teil mit Umgehung der Börse durchgeführt und die innere Kompensation, d. h. die Ausgleichung

zwischen Kauf- und Verkaufaufträgen bei den Kreditbanken selbst tendiere dazu den börsenmäßigen Handel einzuschränken.

Diese Ansichten, die man häufig hören kann, eilen der Entwicklung bei weitem voraus.

Die Börse ist auch in der Gegenwart noch der Preisbildungsmarkt für alle wichtigeren Effekten. Nur Emissionen kleineren Umfanges können mit Umgehung der Börse durchgeführt werden. Auch der Rentenkäufer will den Preis kennen, zu welchem er seinen Besitz verkaufen kann. Es wäre denkbar, daß sich eine Entwicklung anbahnen könnte, derzufolge der dauernde Anleger ebensowenig nach dem Kurs seines Wertpapieres fragt wie der Hausbesitzer oder der Hypothekengläubiger. Am stärksten zeigte sich dies in Zeiten starker Kapitalflüssigkeit in Frankreich, wo es mitunter möglich war, selbst große Emissionen ohne Einführung an die Börse unterzubringen. Aber das sind doch bisher nur vereinzelte Fälle; und es ist auch wohl zu beachten, daß der Effektenkredit wegen der Forderung sofortiger Veräußerungsmöglichkeit die Börsennotierung unbedingt verlangt.

Um die Veräußerungsmöglichkeit zu sichern ist es nötig, daß die Börse, wenn auch nicht kapitalkräftige Eigenhändler, so doch wenigstens von den Banken unabhängige Kommissionsfirmen mit reicher Kundschaft besitzt. Gehen aber die Kunden immer mehr zu den Banken über, so gleichen die Banken und Staatsinstitute gegenseitig die Spitzen aus, d. h. jene Effektenposten, welche nicht intern kompensiert werden konnten, der übrige Markt aber ist wenig tragfähig. Derartige Erscheinungen zeigen sich in neuester Zeit nicht selten: Die Kurse vieler Rentenwerte gehen oft an den deutschen Börsen schon bei kleinen Abgaben stark zurück, weil sich wenige Abnehmer hierfür finden.

Für große Gruppen von Werten hat aber die Börse noch starke direkte Bedeutung behalten, zunächst für alle Effekten mit schwankendem Ertrag; bei Bank- und Industriewerten mit gleichbleibender Dividende und bei Renten hält sie das neue Material solange in Schwebe, bis die Unterbringung beim Publikum gelingt.

Da das Publikum des Bankenplacements gleichmäßigen, jenes des Börsenplacement steigenden Ertrag erwartet, haben die Banken und Industrieunternehmungen sich zu dem Grundsatz der nach unten zu stabilen, nach oben hin langsam ansteigenden Dividende durchgerungen. Durch die langsame Steigerung der Dividende ist die Erzielung von Konjunkturgewinn, wenn auch in überaus verdünnter Form ermöglicht. Das hat zur Folge, daß die Aktien solcher Unternehmungen

nicht die Bewegungsrichtung des Rentenzinses, sondern jene des Aktienmarktes die Rentabilität mitmachen.

Es ist im Augenblick schwer zu übersehen, ob die Entwicklung zu einer Zurückdrängung der Börse zu Gunsten der Banken führen wird. Da es sowohl in der deutschen Literatur wie in der Bankpraxis nicht an Stimmen fehlt, welche eine derartige Entwicklung mit besonderer Freude begrüßen, erscheint es notwendig auf die Gefahren hinzuweisen, welche in einer weiteren Ausdehnung des Bankenplacement liegen würden. Sind die Aktien eines Unternehmens größtenteils bei dem Kunden einer Bank untergebracht, so werden Kaufs- und Verkaufsaufträge größtenteils bei dieser Bank zusammenlaufen und intern ausgeglichen werden. An die Börse kommen nur geringe Quantitäten und es ist der Bank dadurch leicht, entscheidenden Einfluß auf die Kursbildung zu üben. Da alle anderen Börsenmitglieder das Interesse an diesem Wertpapier verlieren, sieht sich der Verkäufer nur einem Käufer gegenüber und in kritischen Zeiten mag, wenn die Bank an der Kursregulierung kein Interesse nimmt, der Kurs ohne Intervention sehr stark heruntergehen, weil dieses Wertpapier aus dem Interessenkreis der übrigen Mitglieder ausgeschaltet ist.

Die ausschließliche Konzentrierung des Effekten-An- und Verkaufs bei den Kreditbanken gewährleistet nicht neutrale Beratung der Kunden, da ja die Kreditbanken gleichzeitig das Konsortialgeschäft betreiben. Die Bank hat natürlich ein Interesse ihre Syndikatseffekten beim Publikum unterzubringen, sie ist Partei bei der Kundenberatung und wenn sie bei ihren Finanzgeschäften die Konjunktur unrichtig beurteilt hat, dann kann sie nicht bloß ihr Eigenkapital und das Geld ihrer Einleger, sondern auch das sonstige Vermögen ihrer Kunden verlieren, wenn diese es im Effektenkonzern der Bank angelegt haben. Es ist nie ohne Gefahr sein ganzes Vermögen vom Verstand einer einzigen Direktion abhängen zu lassen.

Und endlich fehlt dem Bankenplacement ohne die Börse das Urteil der Oeffentlichkeit. Ohne die Börsennotierung wäre der Effektenkäufer der Bank gegenüber hilflos.

Zweifellos sind infolge der Zurückdrängung der Börse Gefahren auch für die Banken vorhanden. Namentlich die geringere Kurswahrheit infolge der Schwächung der Börsen ist für sie von Nachteil geworden. Es ist geradezu ein Lebensinteresse des Emissionsgeschäftes zu wissen, wie die einzelnen Effektengruppen tatsächlich bewertet werden und nur die leichte Verkäuflichkeit rechtfertigt den Charakter des Effektenkredits als Geldmarktgeschäft. Die Banken sind aus diesen Gründen an der

Aufrechterhaltung einer leistungsfähigen Börse interessiert. Es kann keiner Bank erwünscht sein, die Emissionen ausschließlich bei den eigenen Kunden unterzubringen, denn das hieße einen Teil der Sorgen der Konsortialzeit für alle Ewigkeit zu verlängern. —

In England herrscht noch heute ausschließlich das Börseplacement und Versuche der Aenderung sind bisher an dem Widerstand der Börsemitglieder (ausschließlich Vermittlern und Spekulanten) gescheitert, die selbst Werte von Staaten, welche mit Banken direkt über durchzuführende Emissionen verhandeln, vom Kursblatt zu streichen drohen.

62. Die Wirksamkeit der Banken auf dem Kapitalmarkt.

Weist auch die Art der Verpflichtungen den Banken den Geldmarkt als Hauptwirkungsgebiet zu, so haben sich doch in allen Reichen die Banken mit Ausnahme der Noteninstitute auch auf dem Kapitalmarkt betätigt. Aber in der Art und im Umfang der Betätigung bestehen starke Unterschiede in den verschiedenen europäischen Staaten.

Für den Rentenmarkt kommen Versicherungsgesellschaften, Sparkassen, Postsparkassen, teilweise auch die Kreditbanken in starkem Maße in Betracht. Die neuere Gesetzgebung zeigt die Tendenz diese Tätigkeit auszudehnen. Dadurch werden aber leicht zu große Pakete in wenigen Händen vereinigt und wenn sich für eine Bank die Notwendigkeit ergibt, ihren Rentenbesitz abzustoßen, kann der Markt ernstlich erschüttert werden. Die volkswirtschaftliche Wirkung der Banken ist aber auf diesem Gebiet sehr gering anzuschlagen: Da durch die Rentenstücklung jedem die Möglichkeit gegeben ist für geringen Betrag Rente zu erwerben, besteht z. B. die Funktion der Sparkassen nur in der Konzentration der Mittel für den Rentenkauf.

In wesentlich weitgehenderem Maße greifen die Banken auf den übrigen Gebieten des Kapitalmarktes ein: Hier besteht ihre Tätigkeit nicht bloß in der Konzentration der Mittel, sondern auch in der Gestaltung der einzelnen Geschäfte. Die Transaktionen des Geldmarktes sind durch ihre Natur bestimmt: Die Banken haben sich nur zu entscheiden, ob sie das konkrete Geldmarktgeschäft machen oder abweisen. Beim Effektenkredit hat die Bank lediglich die Grenze der Belehnung, beim Diskontkredit nicht einmal diese zu bestimmen. Beim Anlagekredit und im Konsortialvertrag dagegen hat die Bank das Geschäft zu formen. Ob ihr dies bei der Vielfältigkeit der Geschäfte ohne Gefahr für sich und ihre Kunden möglich ist, darüber gehen die Ansichten seit Jahrzehnten

auseinander. In England verneint man die Möglichkeit und die Banken gewähren nur in der Provinz Anlagekredit und haben noch keine Placementorganisationen errichtet. Frankreich geht nicht soweit, aber die Großbanken halten sich dort vom Anlagekredit fern und bevorzugen in ihren Konsortien die Rentenwerte, bei deren Abschluß die Banktätigkeit sich nur auf Emissionsart und Emissionsbedingung, nicht aber auf die Geschäftsformung erstreckt. Die mittel- und osteuropäischen Kredit- und die New Yorker Finanzbanken dagegen beteiligen sich auf allen Gebieten des organisierten Kapitalmarkts in entscheidender Weise.

Es wurde oft die Behauptung ausgesprochen, jedes Land habe die Banken, die es seiner ganzen wirtschaftlichen Organisation nach brauche, England und Frankreich benötigten eben nicht Anlagekredit und in England würde die Placementfunktion von der Börse ausgefüllt. Aber bei näherer Betrachtung läßt sich diese Ansicht nicht aufrecht halten. Denn Reiche mit ganz ähnlicher wirtschaftlicher Struktur haben verschiedenartig aufgebaute Banken. Man vergleiche nur z. B. Deutschland und die Vereinigten Staaten.

In den beiden letzten Jahrzehnten ist der Unterschied in der Art der Betätigung der Banken in der Praxis und in der literarischen Darstellung, besonders in Deutschland und Frankreich oft zur Diskussion gebracht worden, wobei die meisten Autoren das System des Nachbarlandes als das empfehlenswerte Vorbild bezeichneten.

Entscheidend für die Politik der mittel- und osteuropäischen Banken, als deren Hauptrepräsentanten wir die deutschen Institute ansehen müssen, wurde die Gewährung von Anlagekredit. Wir haben vorhin ausgeführt, wie die Banken nach Beendigung der Eisenbahnperiode in nähere Verbindung mit der Industrie kamen und aus welchen Gründen sich der Anlagekredit als notwendig erwies. Mit dem Anlagekredit steht aber das Finanzgeschäft in enger Verbindung, weil dieses dazu dient, den Anlagekredit zu mobilisieren. Und es ist nun ein merkwürdiger Widerspruch, wenn die meisten Stimmen, die sich gegen das Finanzgeschäft der Kreditbanken aussprechen, mit Wärme für den Anlagekredit eintreten. Aus dem Anlagekredit gewinnt die Bank die Möglichkeit genauer Kenntnis des Unternehmens, die Sicherheit bei Umwandlung in eine Aktiengesellschaft oder bei Ersetzung des Kredites durch Aktien oder Obligationen, und durch ihre Placementorganisationen, die sie sich für die Unterbringung der ihr nahestehenden Effekten geschaffen hat, kann sie Emissionszeitpunkt und Emissionskurs weit verläßlicher bestimmen, als wenn sie nur auf die Börse angewiesen wäre. Die Solidität des deutschen und österreichischen Emissionsgeschäfts ist ungleich

höher als jene des englischen. Der Industrieunternehmer hat bei diesem System in der Bank eine Verbindung, die all seinen Kapitalbedürfnissen Rechnung trägt, ihm Kredit in jeder Form beschafft, die eventuelle Finanzierung leitet und auf die Führung des Unternehmens vom finanziellen Standpunkt aus, namentlich auf die Dividendenpolitik unter Berücksichtigung künftiger Emissionen Einfluß nimmt.

Anlagekredit und Konsortialgeschäft, Börse-Emission und Effektenkommission, Bankplacement und Industriekontrolle stehen bei den Banken deutschen Systems in engem Zusammenhang.

Gegen dieses System wurden mehrere ernste Vorwürfe erhoben. Die Depositenkassen der Kontinentalbanken, von Frankreich abgesehen, durchziehen ihr Land, so wurde vielfach behauptet, mit einem Netz von Wechselstuben, deren Existenzmöglichkeit zu sehr erheblichem Teil durch das Effektenkommissionsgeschäft begründet ist. Es würden dadurch zahlreiche Stätten der Spekulation geschaffen und das Börsenspiel in Kreise hineingetragen, in welche es bei anderer Organisation nicht hineinkommen würde.

Von Verteidigern des deutschen Banksystems wurde dieser Kritik lebhaft widersprochen. Aber wie alle Erfahrung zeigt, mit Unrecht. Die Kreditbanken mitteleuropäischen Systems müssen am Spekulationsgeschäft teilnehmen, nicht bloß wegen der Gewinne, die das risikolose Kommissionsgeschäft mit sich bringt, sondern im Interesse der Unterbringung der eigenen Emissionen, die nur bei Hochkursen erfolgen kann. Wegen des eigenen Finanzgeschäftes sind die Banken an der Hochhaltung der Kurse zur Emissionszeit interessiert und daß sie ihre Kunden im entgegengesetzten Sinn beraten, ist nicht anzunehmen.

Die Ausdehnung des Spekulationsumfangs infolge der Errichtung der Depositenkassen ist unleugbar. Ob das Publikum dabei besser oder schlechter fährt als bei sonstiger Beratung, ist schwer zu entscheiden. Im ersteren Sinne wirkt die Rücksicht auf die sonstigen Beziehungen zum Kunden, bei starken Spekulationsbewegungen das genauere Urteil über die wirtschaftliche Entwicklungsrichtung, im letzteren das Emissionsinteresse das die Bank zur Partei macht, und die Ersetzung des Bankiers durch den Kleinbeamten der Depositenkasse. Bei weiterer Durchbildung der äußeren Organisation wäre es den Banken wohl möglich, aus ihrer Kenntnis der gesamten Vermögensverhältnisse heraus einen Unterschied zwischen dem Investor, dem Kapitalanleger, und dem Spekulant praktisch durchzuführen. Sie könnten ihre Kunden nach Vermögenslage und Temperament in eine der beiden Gruppen einreihen und darauf, nicht auf die Beseitigung der Spekulation kommt es volkswirtschaftlich

allein an. Einem Industriellen in einer kleinen Provinzstadt des Rheinlandes, der bei einem Jahreseinkommen von einer Million Mark spekulative Engagements in Höhe von einer Viertelmillion Mark unterhält, ist manchmal die Spekulation die einzige Anregung, die er, wenn er literarische Bildung nicht besitzt, in der Einöde seines Wohnortes erhalten kann. Dem Unternehmer, der sich von den Geschäften zurückgezogen hat, kann die Spekulation ein Nachklang an seinen Lebensberuf, eine Art Beteiligung am Leben bedeuten, die Lektüre der Tagesblätter zum mindesten interessanter gestalten. Die Spekulation kundiger und reicher Personen ist volkswirtschaftlich nötig, da sonst die Gründung von Aktiengesellschaften mit hohem Unternehmerrisiko unmöglich wäre, und den Kreditbanken wäre es allein unter allen Organisationen möglich, die Spekulation auf diese Kreise zu begrenzen. Daß dies derzeit nur in wenigen Fällen geschieht, ist allerdings unleugbar, allein das liegt nur in der gegenwärtigen Praxis, nicht im Wesen der Kreditbanken begründet.

Die Gleichzeitigkeit der Gewährung von Anlagekredit und der Ausübung eines Einflusses auf die Dividendenbestimmung mag begründete Besorgnis erregen. Es liegt der Gedanke nahe, daß eine Bank, die die Mobilisierung des Anlagekredites vorbereitet, durch hohe Gewinnausschüttung den Aktienmarkt günstig beinflussen will. Aber eine derartige Praxis widerstoßt dem Emissionskredit und wird darum von ernsten Banken vermieden.

Mit besonderem Nachdruck wird die Gefahr der Immobilisierung für die führenden Banken selbst hervorgehoben und es ist zweifellos, daß die Banken dieses Systems im Durchschnitt nicht so mobil sein können wie reine Geldmarktinstitute. Indessen kann auch bei Pflege von Anlagekredit und Finanzgeschäft die Flüssigkeit gewahrt bleiben, wenn die Festlegungen die Höhe jener Beträge nicht übersteigen, welche den Banken unter allen Umständen zur Verfügung bleiben.

Die Gewährung von Anlagekredit, die finanzielle Führung der Unternehmungen und Mitwirkung bei der Dividendenbestimmung sowie die Leitung der Vermögensverwendung des Publikums legen in die Hand der Bankleiter eine so große Verantwortung, daß Mißgriffe über die Bilanz der Bank hinaus selbst wirken können. Irrtümliche Beurteilung der kommenden Konjunktur kann für die Kunden schwere Verluste zur Folge haben. Kein Privatbankier kann auch nur entfernt ein so großes Effektengeschäft aufbauen, wie eine Berliner Großbank, und Fehlgriffe einer einzigen Persönlichkeit wirken darum ungleich intensiver als der Irrtum eines Bankiers.

Den Kreditbanken deutschen Systems steht die Verfügung über bedeutende Summen von Depositengeldern und die Leitung eines Teils der Kapitalanlage zu. Sie bevorzugen ihrer Organisation nach den Effektenmarkt — eine Kreditbank kann nicht gut Häuser kaufen oder Grundstücke erwerben. Sie steht dagegen mit dem Effektenmarkt in naher Fühlung und wird das Kapital des Publikums sowohl im Interesse der ihr nahestehenden Unternehmungen wie auch ihres Kommissionsgeschäftes wegen auf den Effektenmarkt hinlenken. Die Klagen über einseitige Dirigierung der Vermögen zum Effektenmarkt namentlich zu Gunsten der großen Unternehmungen sind begründet, aber ihnen ist kaum Abhilfe zu schaffen, da die Begünstigung der Großunternehmungen im Interesse des Placements und des Effektenkredits liegt und die Banken mit dem nicht organisierten Kapitalmarkt, von dem Handel in nicht notierten Werten und der Hypothekenvermittlung abgesehen, nur wenig Fühlung haben.

Die Banken des deutschen Systems sind durch den Anlagekredit an dem Schicksal des Unternehmens und an dessen Prosperität interessiert und wirken in diesem Sinne vornehmlich auch beim Abschluß von Kartellen. In einigen Fällen ist die Macht, welche die kurzfristige Kündbarkeit des Anlagekredits den Banken gewährt, dazu ausgenützt worden, widerstrebende Unternehmungen gewaltsam durch Drohung der Kreditentziehung für eine von den Banken gewünschte Kombination gefügig zu machen. Würden sich derartige Fälle in großer Zahl ereignen, so würde wohl eine starke Strömung für staatliches Eingreifen einsetzen.

Die Banken in den Vereinigten Staaten haben mit den Banken deutschen Systems wesentliche Grundzüge gemeinsam. Der Unterschied liegt darin, daß die verschiedenen Betätigungen auf dem Anlagemarkt nicht von einem Institut, sondern von einer Reihe miteinander in enger Beziehung stehenden Banken ausgeübt wird. Die großen New Yorker Finanzhäuser haben entscheidenden Aktienbesitz bei einer Reihe von Kreditbanken, sie üben, wenn auch innerhalb der dort weit enger gezogenen gesetzlichen Schranken eine starke Wirkung auf die Verwendung der Gelder der ihnen nahestehenden nationalen Staatenbanken und haben in den Trustcompanies eine Art Placementorganisation geschaffen. Die Banken haben im wesentlichen eine gleichartige Position auf dem Kapitalmarkt, wie die deutschen Institute, jedoch mit zwei Unterschieden: die geistige Leitung liegt bei den Finanzbanken; während bei den deutschen Instituten die Interessen der verschiedenen Geschäftszweige gegen einander abgewogen werden, liegt es in New York nahe, die Rücksicht auf einen Emissionsgewinn in den

Vordergrund treten zu lassen, weil der Finanzbankier nur daran interessiert ist und da das Bankplacement nicht vom Finanzhaus selbst, sondern von der abhängigen Kreditbank besorgt wird und der Finanzier auch keine Verantwortung den Abnehmern gegenüber trägt, kann bei Emissionen ein geringeres Maß von Vorsicht angewendet werden. Der andere Unterschied gegenüber den deutschen Banken, die Unmöglichkeit der Filialerrichtung außerhalb eines Bundesstaates, wird bei der Konzentration besprochen werden.

Im starken Gegensatz zum deutschen und amerikanischen Banksystem stehen die englischen Depositenbanken. Sie legen die zahlreich und zu billigem Preis ihnen zuströmenden Depositen auf dem Geldmarkt und in Effekten, zum kleineren Teil in Hypothekarkrediten an, pflegen dagegen den industriellen Anlagekredit nur in spärlichem Maß und stehen dem Konsortialgeschäft und Effektenplacement im allgemeinen ferne. Sie geben Effektenkredit oder Betriebskredit ohne sich um die Zwecke, die der Schuldner damit verfolgt, zu kümmern. Während der deutsche Bankleiter und der New Yorker Finanzier die Neigung hat, das anlegende Publikum und die Börse als Mittel für seine organisatorischen Zwecke zu nützen, werden die englischen Kreditbanken von Handel und Spekulation als Mittel gebraucht. Die deutschen und amerikanischen Banken sind aktive zweckbewußte Leiter der Kapitalverwendung, die englischen neutrale uninteressierte Geldgeber.

In dieser altväterischen, soliden Politik sehen viele das Ideal einer Bankleitung und die Vorzüge der englischen Praxis sind auch unleugbar: die Banken sind nicht bloß mobiler, sie können auch bei Auswahl ihrer Kredite unbeeinflußt vorgehen, brauchen nicht nahestehende Werte aus Emissions- oder sonstigen Gründen zu lombardieren, nicht einem Unternehmen, weil es ihrem Konzern angehört, widerwillig den Kredit zu erhöhen. Sie sind der Börse und der Industrie gegenüber völlig frei und das ist in kritischen Zeiten nicht hoch genug zu veranschlagen.

Ebenso sind Industrie und Börse völlig frei von äußeren Einflüssen. Keine englische Bank kündigt einem Unternehmen den Kredit um dadurch einen Druck auszuüben. Der Unternehmer ist in England wirklich Herr im Hause, an der Börse entsprechen die Kurse mehr als anderswo dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage und Intervention wird nur in geringem Maße geübt.

Aber die Industrie entbehrt in England wegen der Abstinenz der Kreditbanken des Rückhalts einer starken Finanzgruppe, die sie finanziell führt, die Zeit bestimmt, in der Kapitalerhöhungen zweck-

mäßig durchgeführt werden, Kapitalerhöhung sichert, auch wenn die Emission noch nicht durchführbar ist, durch ihre Verbindungen neue Geschäfte zuführt, bei Auslandsemissionen ihr Lieferungsinteresse wahrt. Die englischen Industrieaktien leiden unter der lokalen und vielfach sehr rückständigen Kapitalaufbringung und im internationalen Wettbewerb macht sich dies besonders fühlbar. Die Banken tragen nicht die Konjunkturgefahren, aber die Industrie entbehrt dadurch des Vorteils jederzeit Anlagekapital zu erhalten und dadurch den günstigsten Zeitpunkt sofort ausnützen zu können.

Die Beratung des Publikums bei seiner Vermögensanlage liegt bei den brokers, von denen manche hervorragende Kenntnisse und viel Gewissenhaftigkeit besitzen — manche, aber bei weitem nicht alle. Die Unterbringung von Effekten besorgt noch immer fast ausschließlich die Börse, die in keiner Beziehung zu den Banken steht. Infolge der mangelnden Uebersicht über die Aufnahmsfähigkeit des Marktes sind darum Fehlschläge der Emissionen außerordentlich häufig und die Qualität der auf den Markt kommenden Papiere läßt sehr viel zu wünschen übrig.

Das englische Bankwesen leistet vorzügliche Dienste dem Geldmarkt und dem Handel, aber den Bedürfnissen der Industrie und des Anlagepublikums ist es nur wenig angepaßt und es haben sich bisher noch nicht andere Organisationen gefunden, welche die Lücke gleichwertig ausfüllen könnten.

63. Die Konjunkturpolitik der Banken auf dem Kapitalmarkt.

Die Epochen und Perioden des Kapitalmarkts fallen mit jenen des Geldmarkts zeitlich zusammen. In Epochen der Investitionen eilt der Kapitalbedarf der Nachfrage voran, und da wegen des Steigens der Preise die Rentabilitätsrate der Aktienwerte sinkt, wirken zwei Momente in der Richtung der Herabdrückung des Rentenkurses. Innerhalb der Epochen der Investitionen finden die Konjunkturbewegungen statt, wobei mit Fortschreiten der Epoche die Zinsrate an den Spitzen der Konjunkturen immer höher, die Rentabilitätsrate immer niedriger zu liegen pflegt; mit andern Worten: die Rentenkurse sinken, nur in Depressionszeiten der einzelnen Konjunkturen wird diese Bewegung aufgehalten; die Aktienkurse erreichen am Zenith der Periode den Kurs der vorigen Periode zumindest wieder und es vergrößert sich darum die Zahl derer, die Aktien zu dauerndem Besitz halten.

Für den Erwerb von festverzinslichen Werten zur Anlage sind darum

die Höhepunkte der Konjunkturen in Epochen starker Kapitalinvestierung am besten geeignet, da um diese Zeit die Rentenkurse am tiefsten stehen. Aus dieser Erwägung heraus haben die schottischen Banken in der Zeit der Napoleonischen Kriege planmäßig Renten gekauft und damit gute Erfahrungen gemacht. In striktem Gegensatz zu vernünftiger Bankpolitik legt aber eine Reihe neuerer auf dem Kontinent erlassener Gesetze den Sparkassen die Verpflichtung zur dauernden Anlegung einer Quote ihrer Gelder in Renten auf; hätten derartige Gesetze in der Zeit seit 1880 in Kraft gestanden, so würden die meisten deutschen und österreichischen Sparkassen in den letzten Jahren ihre Reserven durch Kursverluste eingebüßt haben. Der Zwang zur Rentenanlage ist in Epochen steigenden Zinses für Banken und Sparkassen ohne dauernden Schaden, in Epochen fallenden Zinses bringt er Verlust und ist überdies überflüssig, da dann genügend viel Rentenkäufer vorhanden sind. Ebenso ist die fortgesetzte Anlegung der Mittel der Postsparkassen in Renten bedenklich, da dadurch eine Immobilisierung dieser Organisationen gerade in jenen Tagen eintritt, in welchen der Staat sie am stärksten benötigt.

In Epochen fallenden Zinses pflegen die Kreditbanken sich um Rentenemissionen heiß zu bemühen, die Verbindung mit Pfandbriefbanken wird lebhaft gesucht, die Rate des Konsortialnutzens ist wegen der leichten Unterbringungsmöglichkeit gering. In Epochen steigenden Zinses steigt der Zwischengewinn der Konsortien, die schwächeren Schuldner müssen Nebenverpflichtungen eingehen (zum Beispiel Lieferungen an Auslandsstaaten) oder in dauernde Verbindung mit einer Kreditbank treten (zum Beispiel Hypothekenbanken); dauernde Beziehungen im Konsortialgeschäft können in solchen Tagen leichter geknüpft werden.

Die Anwendung der Konjunkturpolitik bei Gewährung von Anlagekredit und im Finanzgeschäft charakterisiert die auch in der Gegenwart nicht sehr zahlreichen Banken, die die wirtschaftliche Entwicklung vorherzusehen sich bemühen. Die meisten Bankdisponenten pflegen bei Flüssigkeit des Kapitalmarktes über den Ueberfluß, bei Knappheit über Mangel an Mitteln zu klagen; starke Mittel zu Beginn der Konjunktur verleiten aber leicht zu schlechten Geschäften — die nach alter Erfahrungsregel in der Zeit billigen Geldes gemacht werden —, die Anspannung am Höhepunkt bindet die Hände in Zeiten, in denen die Wirtschaft Kapital am dringendsten benötigt und Gelegenheit zu den lohnendsten Finanzgeschäften geboten ist. Die Geschäfte, die 1907 oder 1913 zum Abschluß kamen, waren fast ausnahmslos gut, denn die wenigen Besitzer verfügbarer Mittel konnten konkurrenzlos aus langer

Liste die ihnen genehmen Möglichkeiten wählen. Liquidität am Höhepunkt der Konjunktur nicht so sehr wegen der Abhebungsgefahr, sondern wegen der dadurch gewährten sicheren und erfolgreichen Betätigungsmöglichkeit muß das Leitprinzip der Finanz- und jener Kreditbanken sein, die sich mit dem Konsortialgeschäft und Anlagekredit befassen; an der Wende der Konjunktur ist starke Placement- und Kreditgewährungskraft nötig.

Die Sicherung der Placementkraft wird erreicht, wenn das Vermögen der Kunden der Bank in den vorangehenden Jahren nicht vollständig angelegt, sondern teilweise als Guthaben zurückgehalten, und wenn ferner die Kunden veranlaßt werden vor Erreichung des Höhepunktes der Börsebewegung einen Teil ihrer Engagements zu lösen. Die Bank kann aber diese Absicht nicht durchführen, wenn sie in vorhergehenden Stadien der Konjunktur große Anlagekredite gewährt hat, die sie in späteren Jahren durch fortdauernde Aktienausgaben mobilisieren muß.

Weit schwerer ist es, die Mittel der Bank so elastisch zu halten, daß sie an der Wende der Konjunktur weitere Anspannung vertragen. Bei Gewährung von Anlagekredit sind die Banken nie vollständig Herren ihrer Entschlüsse, da das Maß der Inanspruchnahme der gewährten Kredite mit Fortschreiten der Konjunktur steigt und auch Erhöhungen der Kredite in solchem Zeitpunkt oft unabweisbar sind. Eine Bank, die sich auch im Höhepunkt der Konjunktur Bewegungsraum sichern will, tut darum gut, bei Gewährung von Anlagekredit in geldflüssigen Zeiten, soweit dies irgend möglich ist, das Höchstmaß der Inanspruchnahme nach dem Maximalbedarf des Unternehmens in der vorhergehenden Konjunktur abzuschätzen. Es läßt sich kein bestimmtes Verhältnis zwischen den Mitteln einer Bank und ihren Anlagen auf dem Kapitalmarkt konstruieren, aber es ist für eine Bank bedenklich, wenn die Gesamtsumme der Festlegungen ihre Bewegungsfreiheit am Höhepunkt der Konjunktur hindert; sie kommt dann leicht in die Notwendigkeit, sich durch Kündigung der Kredite an Kunden Luft zu machen; das vielfach übliche Sieben der Kreditlisten in der Zeit der stärksten Kapitalanspannung ist eine schwere Rücksichtslosigkeit, da der durch die Kündigung eines Anlagekredits betroffene gerade in solchen Tagen sich schwer anderswo Geld beschaffen kann. Popularität kann nur in Tagen der Kapitalknappheit erworben werden, und die Haltung einer Bank in solcher Zeit ist ein Prüfstein für die Tüchtigkeit der Bankleitung und für die künftige Entwicklung des Instituts von entscheidender Bedeutung.

64. Die Organisation der Banken.

Ein Teil der Banken verwendet ihre Depositen in jedem Gebiet, wo sie diese erhalten, so die Sparkassen deutschen und österreichischen Systems, die Kreditgenossenschaften und die lokalen Kreditbanken. Eine andere Gruppe sammelt fremde Gelder in dezentralisierten Organisationen, verwendet sie jedoch von einer Zentralstelle aus; hierher gehören die Sparkassen französischen und englischen Systems, die Postsparkassen und die Versicherungsgesellschaften. Eine dritte Gruppe bilden jene Institute, welche sowohl für das Aktiv- wie für das Passivgeschäft dezentralisiert sind; hierher gehören die Kreditbanken und die Notenbanken.

Die Sparkassen sind ein deutliches Beispiel der Bedeutung der historischen Entwicklung für die Organisation der Banken. Sie waren für die Vermögensverwaltung der wenigbemittelten Bevölkerung in einem Zeitpunkt gegründet, in welchem der Geldverkehr von Ort zu Ort auf Schwierigkeiten stieß. Aus der Art ihrer Gründung durch Gemeinden oder angesehene Persönlichkeiten der Umgebung und der teilweisen Unentgeltlichkeit der Verwaltung erklärt sich die Beschränkung auf den lokalen Wirkungskreis und jene eigentümliche Gebarung, die man am besten als Fehlen einer eigentlichen Wirtschaftspolitik bezeichnen kann. Bei den Kreditgenossenschaften ist das Band zwischen Einlegern und Verwendung der Mittel noch enger. Die einzelnen Sparkassen stehen nebeneinander entweder ohne eine zentrale Organisation oder sie haben eine Zentralbank gebildet, die jedoch lediglich den Ausgleich zwischen Ueberschuß und Mangel bei den einzelnen Instituten vermittelt. Auch nur in dem Sinne einer Ausgleichung wirken für die Kreditgenossenschaften in Deutschland die Genossenschaftsabteilung der Dresdener Bank und die Zentral-Genossenschafts-Kasse. Das Kennzeichen der durchgebildeten Organisation, die Möglichkeit einheitlicher Leitung und Wirtschaftspolitik ist bei diesen Zentralbanken nicht gegeben.

Dezentralisiertes Passivgeschäft und zentralisierte Kapitalverwendung haben die Sparkassen des französischen und englischen Systems, die an zahlreichen Stellen Einlagen aufnehmen und sie an zentraler Stelle in Renten anlegen, ferner die Postsparkassen, deren Schalter nur der Annahme von Einlagen, aber nicht der Uebernahme ja nicht einmal der Vermittlung eines Aktivgeschäftes dienen. Der Kassenbeamte der Postsparkasse in Prag kann nur Einlagebücher ausgeben, aber weder er selbst noch auch sein Chef in Prag hat irgendwelche direktoriale

Funktionen. Auch bei den Versicherungsgesellschaften sind die Agenturen in den weitaus meisten Fällen lediglich mit der Annahme von Versicherungsanträgen, nur in Ausnahmsfällen auch mit der Annahme von Hypothekenanträgen betraut, über welche die Entscheidung aber immer in der Zentraldirektion erfolgt. Die Banken dieser Gruppe ziehen einen erheblichen Teil der Sparkapitalien des Landes in bestimmte Verwendungsrichtungen hinein: der örtliche Zusammenhang zwischen Gewinnung und Verwendung des Sparkapitals ist bei ihnen verschwunden, ebenso jener zwischen Herkunft des Kapitals aus bestimmten Berufszweigen und Verwendung in denselben. Die zentrale Leitung großer Vermögensmassen verlangt einfache leicht übersichtliche Anlagen.

Dezentralisierte Organisation für das Aktiv- und Passivgeschäft besitzen die Noten- und Kreditbanken. Die Filialen der Notenbanken emittieren Noten und nehmen Depositen an, aber sie befassen sich auch mit Diskont und Lombard. Ueberall auf dem Kontinent wurde von den Notenbanken wegen der starken Vorteile der dezentralisierten Kreditgewährung und Erlangung von Währungsgeld die Errichtung von Zweigniederlassungen gefordert, vielfach sogar in den Privilegien zur Pflicht gemacht. Da aber eine Filiale der Notenbank nur bei entwickeltem industriellem Unternehmertum Gewinn bringt, hat das von den Staaten unter dem Druck der öffentlichen Meinung durchgesetzte Prinzip der weitgehenden Dezentralisierung der Notenbanken die Errichtung einer Reihe von passiven Filialen veranlaßt.

Auch bei den Kreditbanken wurde lange um die Frage gerungen, ob dem System der Zentralisation oder jenem der Dezentralisation der Vorzug gegeben werden sollte. In der englischen Literatur um die Mitte des vorigen Jahrhunderts und in der deutschen Bankpraxis der neunziger Jahre wurde die Frage mit Nachdruck erörtert; sie kann heute als entschieden bezeichnet werden, nachdem jene englischen Institute, die sich gegen Filialbildung gesträubt hatten, als Fusionsobjekte behandelt wurden und auch das reguläre Geschäft auf dem Kontinent sich zum weitaus größten Teil bei den Banken mit zahlreichen Filialen konzentriert hat.

Der Einleger trägt sein Kapital dort hin, wo es bei gleicher Sicherheit und Verzinsung für ihn am bequemsten erreichbar ist; ebenso wird der Industrielle und Kaufmann nur dort ein Konto errichten, wo er über dasselbe rasch verfügen kann. Wo die Banken ferner die Effekten in die letzte Hand unterbringen wollen, dort müssen sie so nahe wie möglich dem Sparer selbst hinrücken. Die drei Geschäftszweige der Annahme von Scheckeinlagen, von Sparkapitalien und der Durchführung des Effekten-

placements verlangen in allen Staaten dezentralisierte Organisation. Je höheren Kapitalüberschuß ein Land besitzt, desto stärker ist die Filialbildung. In den kapitalärmeren Reichen dagegen entwickelt sich das Filialnetz weit langsamer: Wer Geld anlegen will, wendet sich dorthin, wo dies am bequemsten ist. Wer Kapital benötigt, sucht den Geldgeber auf, auch wenn dieser noch so weit entfernt ist.

Nach der Bedeutung der Provinz in Bezug auf Kapitalüberfluß oder Kapitalbedarf sind die Bankorganisationen in den einzelnen Reichen konstruiert. England hat vornehmlich auf den bankmäßigen Ueberweisungsverkehr, Frankreich auf die Einlagenannahme und das Placement das Hauptgewicht gelegt. Der Beamte der englischen Provinzfiliale hat Einlagen zu nehmen und Diskonte zu gewähren, die von einer größeren Filiale überprüft werden. In Frankreich tritt das Placement hinzu, das sich in denkbar einfachster Form zu vollziehen pflegt: Die Zentrale gibt den Filialen die Liste jener Werte, die mit Vorteil gegen die neue Emission zu tauschen sind und der Filialleiter sucht unter seinen Kunden die Besitzer älterer minder rentabeler Werte und macht sie auf den Vorteil des Tausches aufmerksam. Diese Tätigkeit ist bewußt schematisch: es wäre unmöglich für ein paar hundert Filialen jeweils mehrere urteilsfähige Kaufleute zu finden, sie entsprechend zu bezahlen und die Kontrollorganisation zu schaffen, die erforderlich wäre, wenn diese Banken andere als Routinegeschäfte pflegen würden.

In jenen Reichen aber, in welchen die Provinz das in ihr gewonnene Kapital selbst verbraucht oder sogar darüber hinaus neues benötigt, mußten die Bankfilialen zunächst Kredit gewähren und zwar nicht bloß in den leichten Formen des Diskonts und Lombards. Die Banken gingen darum dort nur langsam und zögernd in die Provinz, da ihre Zweigniederlassungen wirkliche Direktoren besitzen mußten, die für Anlagekredit und Konsortialgeschäfte die Verantwortung tragen sollten und den Kunden nicht bloß Rentenwerte anzubieten hatten, sondern sie auch bei der Vermögensanlage überhaupt beraten mußten; in großer Zahl konnten solche Persönlichkeiten nicht gefunden werden. Jede Filiale der deutschen Banken ist eine selbständige Einheit. Der Leiter besitzt Verfügungsrecht und muß selbständige geistige Tätigkeit leisten. Ein überaus umfangreicher Kontrolapparat hat nicht bloß die buchhalterische, sondern auch die materielle Seite der Geschäfte zu überwachen. Während beim Comptoir d'Escompte, von den reisenden Buchhaltern abgesehen nur wenige Beamte der Zentrale den Kontroldienst über mehrere hundert Filialen führen, sind in den deutschen, österreichischen und russischen Banken große Abteilungen

mit diesem Dienst betraut. Die starke Kreditinanspruchnahme in den Filialen, die Schwierigkeit der Wahl geeigneter Leiter und die komplizierte Kontrolle haben dahin geführt, daß sich in manchen Ländern des starken Kapitalsbedarfs das Bankwesen in selbständigen Instituten entwickelte die zu den Hauptbanken entweder in organische Verbindung traten, wie die Konzerninstitute in Deutschland oder ein isoliertes Dasein führten, wie die Kreditbanken in den Vereinigten Staaten, wo allerdings auch durch das Gesetz die Filialbildung gehemmt ist, und die Provinzbanken in Ungarn.

Die Banken mit Saugfilialenorganisationen haben die Tendenz durch Beschränkung der Provinzialleitung auf wenige Kreditarten der Zentrale die Verfügungsgewalt über große Summen von Sparkapital zu sichern. Sie vermögen den Kapitalmarkt viel kräftiger und einheitlicher zu lenken als die dezentralisierten Institute und namentlich politischen Krisen sich leichter anzupassen. Aber es wird von den Vertretern der englischen und französischen Industrie seit geraumer Zeit schwere Klage darüber erhoben, daß die Banken das Geld der Provinz in der Hauptstadt anlegen und das wirtschaftliche Leben in der Provinz ertöten.

Die Ursachen dieser Erscheinung, denen man so vielfach nachzuspüren versucht, scheinen mir in zwei Momenten zu liegen: Die großen Summen, über welche die Zentralleitungen zu verfügen haben, zwingen zu übersichtlichen und flüssigen Anlagearten und zwar umsomehr, als das Vertrauen der Einleger gegenüber Banken, welche nicht in der Gegend selbst ihre Anlagen vornehmen, erfahrungsgemäß geringer ist. Das Mißtrauen der Deponenten gegenüber den großen französischen Kreditbanken erklärt sich wohl zum großen Teil daraus, daß man sie, vom Diskontenmarkt abgesehen, in der Provinz fast nur als Geldnehmer auftreten sieht. Ferner aber zwingt die einmal geschaffene Organisation dazu in bestimmten Bahnen zu bleiben. Die neuere deutsche Literatur hat oft kühne Aenderungen in der Geschäftsrichtung der Banken verlangt, aber dabei übersehen, daß die einmal gegebene nationale Organisation sich, wenn überhaupt, nur in langer Arbeit ändern läßt. Die französischen Großbanken könnten, auch wenn sie es wollten, nicht über Nacht den verschüchterten Filialkommis von St. Quentin, der Entlassung zu fürchten gelernt hat, wenn ein Konto zur Immobilisierung führt, zum Bankdirektor machen. Das hieße einen Stationsbeamten zum Maschineningenieur umzaubern. Die Umformung der englischen und noch mehr der französischen Institute, welche heute so konstruiert sind, daß die geistige Tätigkeit fast nur von der Zentraldirektion geleistet wird, in Banken nach dem Muster der deutschen Institute, bei welchen jede

Filiale ein lebender Organismus ist, würde die Arbeit einer Generation erfordern.

65. Die Konzentration der Kreditbanken.

Unter den Organisationsveränderungen hat die Konzentration der Kreditbanken in den beiden letzten Jahrzehnten besondere Beachtung gefunden. Die Bewegung hat internationalen Charakter ungeachtet der Verschiedenheit der wirtschaftlichen Verhältnisse der einzelnen Reiche. In England haben nach einer von Jaffé zitierten Statistik im Zeitraum von 1875 bis 1886 42, von 1887 bis 1896 117, von 1897 bis 1906 85, von 1907 bis 1909 16 Bankfusionen stattgefunden. Von den 85 Fusionen der Jahre 1897 bis 1906 entfielen 68 auf 6 Banken, welche infolgedessen ihre verfügbaren Mittel im Zeitraum eines Jahrzehnts verdoppeln konnten. In Deutschland und in den Vereinigten Staaten trat die Konzentration in stärkerem Maße erst in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts in Erscheinung. Die 6 größten deutschen Banken konnten im Jahrzehnt von 1895 bis 1905 ihr Kapital mehr als verdoppeln, ihre Umsätze fast vervierfachen. In den Vereinigten Staaten stiegen die Depositen der fünf größten Nationalbanken von 1894 bis 1904 von 130 auf 574 Millionen Dollar, somit um 341 %, jene aller anderen Clearing-Banken von 459 auf 620 Millionen Dollars, somit nur um 35 %. Die internationale Entwicklung zeigt die folgende Uebersicht:

Großbritannien:

Es hatten die 19 nur in London arbeitenden Banken 1893:
16 Millionen £ Eigenkapital,
93,7 Millionen £ fremde Gelder.

Es hatten die 15 nur in London arbeitenden Banken 1912:
6,5 Millionen £ Eigenkapital,
59 Millionen £ fremde Gelder.

Es hatten die 20 in London und in der englischen Provinz arbeitenden Banken 1893: 47½ Millionen £ Eigenkapital,
266½ Millionen £ fremde Gelder.

Es hatten die 18 in London und in der englischen Provinz arbeitenden Banken 1912: 79 Millionen £ Eigenkapital,
741 Millionen £ fremde Gelder.

Es hatten die 98 englischen Provinzbanken 1893:
33 Millionen £ Eigenkapital,
171 Millionen £ fremde Gelder.

Es hatten die 24 englischen Provinzbanken 1912:
19 Millionen £ Eigenkapital,
127 Millionen £ fremde Gelder.

Die vier größten englischen Banken hatten zu Ende 1912 320 Millionen Pfund fremde Gelder, somit 30.2% der Gesamtsumme der Depositen der englischen Banken.

Alle englischen Depositenbanken hatten zu Ende 1912 einen Akzeptumlauf von 53.6 Millionen £; davon entfielen 28.1 Million auf fünf Banken.

Deutschland:

Es bestanden zu Ende 1912:

9 Berliner Banken mit 1250 Mill. Mk. Aktienkapital, 400 Mill. Reserven, 4392 Mill. fremde Gelder, 1345 Mill. Akzepte.

147 Provinzbanken mit 1713 Mill. Mk. Aktienkapital, 350 Mill. Reserven, 3717 Millionen fremde Gelder, 1000 Mill. Akzepte.

Von den 24 Provinzbanken mit über 20 Millionen Aktienkapital sind 14 mit 696 Mill. Aktienkapital in Konzernverhältnis zu Berliner Instituten und nur 10 mit 387 Millionen Kapital noch frei.

Die Bilanzsumme der Deutschen Bank, Diskontogesellschaft und Dresdner Bank und der ihrem Konzern angehörigen Institute beträgt fast 60% der Gesamtbilanzsumme aller deutschen Kreditbanken.

Frankreich:

Das eingezahlte Aktienkapital aller Provinzbanken beträgt noch nicht 100 Millionen Frs. Die vier großen Depositenbanken verfügen über mehr als 90% der Gesamtsumme der fremden Gelder aller französischen Depositenbanken.

Die Konzentration der Kreditbanken folgt um ein halbes Jahrhundert der analogen Entwicklung der Notenbanken nach; während diese aber sich in manchen Staaten unter starkem staatlichem Druck vollzogen hatte, setzt sich die Konzentration der Kreditbanken abseits vom Staate durch. Die Einheit der Notenbank war durch den Wunsch nach Schaffung einer festen Stütze und Lenkung des Geldmarktes von einem einzigen Punkt her, nach Konzentrierung des Goldbestandes und Sicherung desselben durch wirksame Diskontpolitik bewirkt worden. Die Zentralisierung beseitigte die Infektionsgefahr durch schwache Nachbarn, führte die Mißtrauenseinlösung selbst in politischen Krisen auf ein weit geringeres Maß zurück als bei der Vielheit von Notenbanken und ermöglichte enge Fühlungnahme der Regierung mit der Bankleitung.

Ein Teil der Argumente, die so sehr für die Zentralisierung der Notenbanken gesprochen hatten, daß selbst der liberale Gesetzgeber sich zur Schaffung eines Monopols veranlaßt sah, gilt auch für manche Transaktionen der Kreditbanken. So wie jene Bank am besten zur Notenausgabe geeignet ist, deren Noten im ganzen Lande umlaufen, so eignet

sich für den Ueberweisungsverkehr am vorzüglichsten eine im ganzen Lande verzweigte Organisation, deren Schecks überall genommen werden. Es liegt an historischen Momenten, daß der Scheckverkehr nicht sofort von großen Organisationen, sondern von Banken eingeführt wurde, die aus kleinen Anfängen heraus ihre äußere Verfassung immer weiter entwickelten. Würde man heute in einem Lande den Scheckverkehr einbürgern wollen, so würde man zunächst eine große umfassende Organisation wie z. B. die Postscheckämter errichten. Man vergleiche den Postscheckverkehr mit dem früheren Scheckverkehr der kleinen Privatbanken um die ungeheure Ueberlegenheit der großen Organisation über das Einzelinstitut zu erkennen. Aus dieser Erkenntnis heraus haben die englischen Kreditbanken, die im wesentlichen Scheckinstitute sind, ein großes Filialnetz angelegt und zwar zum Teil durch Angliederung anderer Provinzbanken und Privatbankiers.

In Frankreich liegt das Hauptgeschäft im Sammeln von Einlagen und im Effektenplacement. In beiden Richtungen sind große Institute überlegen. Der Klang ihres Namens führt ihnen überall Einlagen zu und ihr reiches Budget ermöglicht die Errichtung von Depositenkassen und Filialen, auch wenn die Geschäftsspesen der ersten Jahre den Ertrag übersteigen. Zum Bankier, der in der stillen Seitenstraße im ersten Stockwerk sein Bureau hat, tragen gewöhnlich nur persönlich Bekannte ihr Geld hin, zur nächsten Depositenkasse dagegen jeder, der in der Nähe wohnt und nichts anderes mit dem Gelde vorhat. Der Bankier der vorigen Generation verschmähte es, den Einlagen nachzujagen, denn das hätte ihn diskretitiert und widersprach seinen sonstigen Gewohnheiten: Man war gewohnt, daß der Kunde zum Bankier kam, nicht umgekehrt. Die Zeiten haben sich geändert und um die Ecklokale der größeren Straßen der Hauptstädte ist zwischen den Aktienbanken ein heißer Kampf entbrannt. Die Bewerbung um die Einlagen wird von den Großbanken mit allen Mitteln der Reklame geführt. Im Effektenplacement haben die Großbanken eine außerordentliche Ueberlegenheit durch die Möglichkeit namhafte Konsortialgeschäfte abzuschließen, die Emission durch den Effektenkredit zu stützen und das Placement bei ihren Kunden zu sichern. Die Lokalbank oder der Privatbankier ist darin konkurrenzunfähig und selbst eine eigene Zentralorganisation wie das französische Syndicat des banquiers hat mit Schwierigkeiten zu kämpfen, die der Selbständigkeitsdrang der ihr angeschlossenen Mitglieder bei den Verhandlungen und später bei der Uebernahme von Anleihen in den Weg setzen.

In Deutschland haben außer den genannten Momenten noch die

billigere Beschaffung des Akzeptkredits und die kommerziellen Vorteile des Anschlusses an einen Großbankkonzern den Sieg der Konzentrationsbewegung entschieden. Oft hat sich hier der Fall ereignet, daß ein Industrieunternehmen die Lokalbank oder den Privatbankier, seine bisherige Bankverbindung, verlassen mußte, wenn seine Kreditbedürfnisse für die alte Verbindung zu groß wurden. Ferner haben die Großbanken infolge ihrer starken Placementskraft auch die internationale Finanzierung an sich gerissen und führen die Vorteile aus solchen Transaktionen nur den ihnen angeschlossenen Unternehmungen zu. Aus diesen Gründen sind die Lokalbanken entweder in Abhängigkeit von den Großbanken geraten wie meistens in Deutschland oder direkt in sie aufgegangen wie in England, oder sie konnten sich gegenüber den vordringenden Großbanken überhaupt nicht entwickeln wie in Frankreich, wo erst in den letzten Jahren eine Gegenbewegung gegen die zu starke Konzentration einsetzte.

Immer mehr ist aus dem regulären Geschäft, von der Effektenkommission abgesehen, der Privatbankier verschwunden. Das Privatbankgeschäft beruht auf dem Vertrauen zur Person des Inhabers. Wenn der Inhaber sich zurückziehen will oder stirbt und weder ein Verwandter noch eine im Geschäft selbst herangezogene Persönlichkeit das Haus übernehmen kann, muß der Uebergang in eine Bank oder die Liquidation gewählt werden. Die neuere Generation von Bankierssöhnen ist aber zumeist weder kaufmännisch umfassend ausgebildet noch so unternehmungsfreudig, daß sie im mühsamen regulären Bankgeschäft die Konkurrenz mit den Großbanken aufzunehmen Lust hätte.

Und diese Konkurrenz ist auch in der Tat außerordentlich schwer. Der Privatbankier kann, wenn wir von vereinzelten Ausnahmen absehen, Filialen nicht errichten; die Art seiner Organisation verträgt dies nicht; es gibt noch in unseren Tagen Bankhäuser, die keine weitere Differenzierung der Arbeitsteilung außer der Scheidung zwischen Kasse und Buchhaltung kennen. Der Bankier übersieht das Geschäft in allen seinen Details, Kassierer, Korrespondent und Buchhalter arbeiten unter seinen Augen, er kann sich auf seine Leute verlassen und darum den umständlichen Kontrollapparat der Großbanken entbehren. Gerade aber aus diesem Grunde widerstrebt es dem Wesen des Privatbankiers Filialen zu errichten und überhaupt ein Geschäft zu treiben, das er nicht in allen seinen Phasen aufs genaueste übersehen kann. Aus ähnlichem Gedankengang heraus haben so manche Privatbankiers, wenn sie an die Spitze von Großbanken traten, ein instinktives Mißtrauen gegen die Errichtung von Filialen bewiesen.

Der Privatbankier in Mainz mag mit größeren Mitteln arbeiten als der Direktor der Mainzer Filiale der dortigen Großbank; ja die Filiale mag überhaupt eigenes Kapital nicht besitzen. Aber sie setzt auf ihr Schild das Aktienkapital ihrer Bank von 200 oder 300 Millionen M. und das wirbt ihr mit Recht Vertrauen, da ja für Verluste der Filialen tatsächlich das ganze Vermögen der Bank haftet. Für die Anwerbung von Einlagen ist das Aktienkapital allgegenwärtig.

Endlich ist für die Aktienbanken die Publizität ein starker Vorsprung. Ist auch die Zahl derer, die Bilanzen lesen können, gering, so vergrößert doch das Erscheinen von Ausweisen und Rechnungsabschlüssen das Vertrauen. Die Besprechungen der zahlreichen Geschäfte der Aktienbanken und die umfangreiche Reklame des Hauptinstituts kommt auch den Provinzfilialen zugute.

Wo es sich um schematische reguläre Geschäfte handelt, sind die Privatbanken mit Ausnahme einiger alter Firmen zurückgedrängt worden. In jenen Gebieten dagegen, bei denen es auf persönliche Tüchtigkeit des Leiters ankommt, haben sie sich kräftig gehalten. Man kann die heute noch bestehenden Privatbankhäuser in folgende Typen scheiden:

1. Die großen Vermögensverwaltungen wie die Rothschilds in Paris und Wien, die Hottinguer und Mallet in Paris und die Frankfurter Bankiers. Sie nehmen in den Finanzkonsortien und auf dem Geldmarkt als Akzeptenehmer und Reportkreditgeber eine starke Stellung ein und besitzen einen relativ nicht großen aber sorgsam gewählten Kundenkreis.

2. Privatbankgeschäfte, bei denen das Bankgeschäft im Zusammenhang mit dem Warenhandel steht. Hierzu gehören namentlich zahlreiche Firmen in London, die das Remboursgeschäft aus dem Warenhandel heraus pflegen, mehrere große russische Banken und einzelne Hamburger Firmen.

3. Privatbanken, die sich für einen bestimmten Zweig des Bankwesens, der sorgsame Führung erfordert, spezialisiert haben. Ein besonders bevorzugtes Gebiet war lange Zeit die Arbitrage, welche aber infolge der Durchführung der Währungsreform in den führenden Staaten heute nur noch in London in wirklich großem Umfang betrieben wird. Für die Gegenwart kommt besonders die Vermögensverwaltung und die Effektenkommission in Betracht, namentlich in jenen Ländern, wo die Aktienbanken sich von diesen Geschäftszweigen fernhalten wie in England oder sich fast ausschließlich auf den Rentenhandel beschränken wie in Frankreich. Der sorgsame Privatbankier bietet bei der Effekten-

beratung den Vorteil der Neutralität, wenn er sich mit dem Konsortialgeschäft nicht befaßt, und er verfügt auch persönlich in der Regel über eine reichere Erfahrung als der Schalterbeamte der Depositenkasse.

4. In London und New York haben die Privatbanken bei Finanzierung von Unternehmungen eine entscheidende Stellung erlangt und in New York beherrschen sie geradezu das übrige Bankwesen. Auf dem Kontinent dagegen haben sich selbständige Financiers bisher nur ausnahmsweise durchsetzen können; der Einfluß der großen Aktienbanken war hier bisher fast unbestritten. —

Es hat nicht an Bemühungen gefehlt, die Konzentration im Bankwesen zu bekämpfen und zwar sowohl der Verdrängung der Privatbankiers wie der Aufsaugung der lokalen Aktienbanken entgegenzuwirken.

Die Mittel, welche die Privatbanken selbst angewandt haben, haben wir großenteils schon erwähnt: Sie haben in Deutschland eine Scheckvereinigung gegründet, in Frankreich und in der Schweiz Syndikate zur Uebernahme von Effekten geschaffen, die von ihnen gemeinsam placiert werden, in England Bilanzen veröffentlicht. Einer wirklich wirksamen Organisation setzt aber die außerordentliche Verschiedenheit der Vermögenslage, des sozialen Ansehens, des Grades der Abhängigkeit von den Aktienbanken, endlich die starke Individualität gerade der in diesem Beruf beschäftigten Persönlichkeiten entscheidende Hindernisse in den Weg. Vereinzelt wurden auch auf dem Kontinent staatliche Maßnahmen im Sinne einer Mittelstandspolitik gefordert, da durch den Konzentrationsprozeß selbständige Kaufleute durch abhängige Beamte ersetzt würden: aber kaum irgendwo würde staatliche Hilfe für denjenigen, dem sie zugesagt ist, so schädlich sein wie in diesem Berufe. Wie der Arzt nicht krank sein darf, weil sonst seine Patienten das Vertrauen verlieren, so darf der Bankier nicht schutzbedürftig scheinen, weil ihm schon die bloße Diskussion seiner Vermögensverhältnisse schadet. Dem Privatbankierstand haben die Debatten über seine Existenzmöglichkeit schweren Nachteil zugefügt. —

Auch die Provinzbanken gerieten überall in Abhängigkeit von den hauptstädtischen Instituten; eine Ausnahme machten nur die Vereinigten Staaten, wo die Gesetzgebung die Errichtung von Bankfilialen außerhalb des Bundesstaates, in welchem die Bank ihren Sitz hat, verbietet. Bei den Verhandlungen zur amerikanischen Bankreform wurde auch eine Frage vielfach erörtert, auf die man in Europa bisher wenig geachtet hatte: Die Stellung der Notenbanken zur Konzentrationsfrage. Von demokratischer Seite wurde die These aufgestellt, daß eine Zentralnotenbank die Konzentration fördere. Diese Ansicht wiederspricht der in Eu-

ropa üblichen Meinung: Man rechnet es gewöhnlich den Notenbanken zum großen Verdienst an, daß sie allen ohne Unterschied zu gleichmäßigen Konditionen Kredit geben, nie die Notlage ausbeuten, sondern nur jene Sätze verlangen, die sie im Sinne der Diskontpolitik fordern müssen, hält darum ihr Wirken für demokratisch im Gegensatz zum Verhalten amerikanischer Finanzhäuser, die bis zur Bankreform dort in Notzeiten als einzige Kreditquelle angesehen werden konnten und sich dafür reichlich bezahlen ließen.

Diese übliche europäische Auffassung scheint mir, so zutreffend auch ihre Einzelauffassungen sind, den Kern der Frage nicht zu trefffen. Die der europäischen diametral entgegengesetzte Entwicklung in den Vereinigten Staaten, die durchaus nicht allein auf das Verbot der interstaatlichen Filialerrichtung zurückgeführt werden kann, spricht zu deutlich dagegen. In Reichen ohne Zentralbank muß die einzelne Kreditbank eine beträchtliche Kasse halten, um den eventuell an sie gerichteten Anforderungen nachzukommen. Die individuelle Fürsorge jeder Bank für die Reserve verteuert den Filialbetrieb; da es fraglich ist, ob man bei einem Run die Noten der Bank nehmen wird, muß die Bank Metall zur Verfügung halten. Die größeren Banken müssen stets gerüstet sein, um allen Ansprüchen nachkommen zu können und dies ist nur dann möglich, wenn der Betrieb zentralisiert geführt wird. In Reichen mit einer Zentralnotenbank dagegen können die Kreditbanken mit ungleich größerer Elastizität arbeiten, sie brauchen nicht immer aus eigener Kraft liquide zu sein, sondern können durch Wechseldiskont oder Lombard sich bei der Notenbank Geld beschaffen. Den Hauptanprall bei unvermuteter Inanspruchnahme hat auf dem Kontinent die Notenbank zu tragen und dadurch ist den Kreditbanken die Möglichkeit weiter Ausbreitung gegeben, da sie auch den Anforderungen eines weniger übersichtlichen Geschäfts gegenüber durch die Hilfe der Zentralbank gestützt sind.

Die *Wirkungen der Konzentration der Kreditbanken* lassen sich, obwohl die Entwicklung noch nicht voll abgeschlossen ist, schon in der Gegenwart übersehen.

Es sind durch diesen Prozeß Banken geschaffen worden, welche durch lokale Krisen nicht gefährdet werden. Während in den Wirtschaftskrisen der vorigen Generationen zahlreiche Kreditinstitute zusammenbrachen, ist heute der Fall einer Großbank selbst bei allgemeiner Krise unwahrscheinlich und bei lokalen Erschütterungen haben die hauptstädtischen Institute Kraft zur Intervention. Die erhöhte Sicherheit der Einlagen und die ausgebildete Organisation haben zur raschen Verbreitung des Ueberweisungsverkehrs viel beigetragen.

Die großen Kreditbanken haben den von der Notenbank begonnenen Ausgleichsprozeß der lokalen Unterschiede des Wechselkreditzinses fortgesetzt und auf den Betriebs- und Effekten-, teilweise sogar auf den Anlagekredit ausgedehnt.

Sie haben durch Bildung einer umfassenden Zweigorganisation die Börse bei der Plazierung der Effekten teilweise ersetzt und beherrschen sie in den meisten Staaten des Kontinents in zunehmendem Maß. Sie haben ferner durch starke Anziehung von Giro- und Sparkapitalien die Bedeutung des offenen Geldmarkts geändert. Für manchen Privatbankier und die Kleinbank, denen wenig Einlagen zuflossen, war der offene Geldmarkt die wichtigste Kapitalbeschaffungsquelle; die große Kreditbank erhält aber ihre Mittel hauptsächlich in direktem Verkehr mit den Kunden; sie hat ferner eine Reihe von Besitzern großer Kapitalien, Vermögensverwaltungen und Versicherungsgesellschaften dazu veranlaßt durch Vermittlung der Bank zu arbeiten statt ihre Mittel auf dem offenen Geldmarkt anzulegen.

Durch die Bildung von Großbanken erhielt die Bankleitung eine völlig veränderte Bedeutung für die Volkswirtschaft. Der Privatbankier mochte die ihm anvertrauten Einlagen nach seinem Ermessen verwenden, wenn er gegen Liquiditätsgrundsätze sündigte, erlitten seine Einleger Vermögensverlust, die Volkswirtschaft aber wurde hiervon nur wenig berührt. Je nach Begabung und Eigenkapital verwendete der Bankier die Mittel mehr für Effekten- oder für Betriebskredit: die Wirkung der Verwendung trug privatwirtschaftlichen Charakter, nur in Summa ergaben sich volkswirtschaftliche in ihrer Art von den einzelnen Bankiers häufig garnicht beabsichtigte Konsequenzen. Die Wahl aber, welche die organisierte Großbank für ihre Anlagen trifft, ist auf die ganze Wirtschaft von tiefgreifender Wirkung. Wenn Lloyds-Bank mit ihren 2000 Millionen Mark fremden Geldern den Entschluß faßt ins Ausland zu gehen und ihn in stärkerem Maße ausführt, so kann dadurch die Verwendung einer erheblichen Quote englischen Sparkapitals in andere Länder eingeleitet und der Zinsfuß des englischen Geldmarktes beeinflußt werden. Ein Beschluß des Crédit Lyonnais, sich für Finanzierung der französischen Industrie zu interessieren oder die Absicht einer Berliner D-Bank sich dem Anlagekredit fern zu halten, könnte Umänderungen der Produktionsorganisation zur Folge haben. An Stelle zahlreicher in ihren Entschlüssen selbständiger Kaufleute sind wenige Großinstitute getreten, welche einen erheblichen Teil des Nationalvermögens lenken.

Die Kreditbanken erhalten den wesentlichsten Teil ihrer Mittel durch Einlagen, der Einleger aber kümmert sich nicht um die Art der

Verwendung seines Kapitals und hat kein Recht sich darum zu kümmern. Während die Verwendungszwecke der Staatseinnahmen genau begrenzt sind, während die andern Banken, die Noten- und Hypothekenbanken, die Sparkassen und Versicherungsgesellschaften auf bestimmte Tätigkeitsgebiete gesetzlich beschränkt sind, sind die Kreditbanken, von den Vereinigten Staaten und Rußland abgesehen, in der Art der Anlegung der ihnen anvertrauten Mittel völlig frei. Dieses Moment begründet die starke Position der Kreditbanken im Wirtschaftsleben. Die deutschen Sparkassen haben zweieinhalbmal soviel Einlagen wie die Kreditbanken, aber diese sind zentralisiert, in der Verwendung der Mittel frei und in der Lage, durch Effektenkommission und Vermögensverwaltung die Wirtschaft weit über die ihnen bilanzmäßig zur Verfügung stehenden Mittel hinaus zu beeinflussen; und während alle andern Bankorganisationen langfristig anlegen, sind die Gelder der Kreditbanken in stetem Fluß, wodurch immer neue Einwirkung ermöglicht wird.

Die Bildung großer Kreditbanken ist der wichtigste Zug im Organisierungsprozeß der Volkswirtschaft, denn er gibt die Möglichkeit der Lenkung des Geld- und Kapitalmarkts und der Durchführung einer privaten Wirtschaftspolitik der Banken. Die Konzentrationsbewegung ist noch so jungen Datums, daß eine vollständige Beurteilung dieser Politik kaum möglich ist; aber aus den Beschwerden, welche übereinstimmend in mehreren Reichen erhoben werden, lassen sich doch schon gegenwärtig wichtige Erscheinungen konstatieren. Wie einst in den Tagen des Verschwindens der kleinen Notenbanken so wird auch heute wieder über die immer geringere Berücksichtigung lokaler Interessen geklagt. In Frankreich haben Saurel, Sayous und eine Reihe von Vertretern der Industrieinteressen den Großbanken vorgeworfen, daß sie alles Kapital aus der Provinz wegsaugen und nichts dorthin zurückführen. In Nordengland sind ähnliche Aeußerungen wiederholt laut geworden und aus der gleichen Ueberzeugung heraus sieht die deutsche Kaufmannschaft die lokalen Bankinstitute ungern verschwinden, weil sie der Ansicht ist, daß eine Provinzbank den örtlichen Interessen besser Rechnung tragen kann als eine Großbank; und dieses Urteil ist nicht unbegründet.

Der Provinzbankier bangte um jeden Kunden, den er verlieren könnte. Er hatte ihn sich herangezogen, verkehrte mit ihm persönlich. Ein ähnliches Verhältnis besteht heute zwischen dem Bankkunden und dem Leiter der Depositenkasse. Aber die zentrale Bankleitung steht dem Kommittenten fern, wenn sie sich rasch liquide machen will, mag sie erhebliche Krediteinschränkungen vornehmen, ohne genau zu unter-

scheiden, wie stark jeder einzelne Debitor davon betroffen wird. Wenn sie keine weitere Vermehrung ihrer Engagements vornehmen will, kann sie einer aufstrebenden Industrie in einem Teil des Landes vielleicht gerade im entscheidenden Moment die Mittel zur Entwicklung versagen. Der Privatbankier hätte all seine Beziehungen aufgeboten und sich mit jener Wärme eingesetzt, welche die Rücksicht auf die eigene Existenz und das unmittelbare persönliche Interesse an der Gegend, in welcher er sein Leben zugebracht hat und seine Zukunft sucht, verleiht. Beim Filialleiter dagegen bestehen selten gleichstarke Vermögensinteressen, und nur ausnahmsweise ebenso innige Beziehungen zur Gegend, und ob er die speziellen Wünsche seines Wirkungsgebietes durchsetzen kann, das hängt von der Organisation der Bank und dem Einfluß, den er innerhalb derselben besitzt, sehr stark ab. Unter den gegebenen Verhältnissen ist das deutsche System der Konzernbanken, das den Provinzinstituten und auch den Filialdirektoren im gewissen Rahmen selbständige Entscheidung läßt, eine relativ glückliche Lösung, weil sie die Berücksichtigung lokaler Sonderinteressen zuläßt. Aber da die Hauptbank den Provinzinstituten in Deutschland finanziell den Rücken deckt, ist namentlich bei Kreditkündigungen den Hauptbanken auch hier ein starker Einfluß eingeräumt; und zudem scheint das Konzernsystem nur den Uebergang zur Großbank darzustellen. —

Die Zentralleitung einer Großbank kann individuellen Gesichtspunkten nicht zu weiten Spielraum einräumen. Der Kontakt zwischen Bankleitung und Kunden wird immer geringer; so wie im modernen Großhandlungshaus der Chef den Kunden unsichtbar bleiben soll, so rückt auch der Bankleiter von den Kommittenten immer ferner ab. Ein junger Kaufmann konnte seinem Bankier sein Lebensgeschick anvertrauen, die Beziehung zum Filialleiter aber hat nur ausnahmsweise die gleiche Innigkeit. Die moderne Großbank ist weit mehr Mechanismus, von allgemeinen Gesichtspunkten geleitet, als die alte Lokalbank.

Das Abrücken von den lokalen Verhältnissen und vom unmittelbaren persönlichen Verkehr hat die Art der Anlagen auf dem Geld-, wie auf dem Kapitalmarkt geändert. Die französischen Banken verteidigen ihr System damit, daß ihre große Organisation nur schematische, leicht zu beurteilende Geschäfte machen kann, daß zu Kapitalkredit und Industriefinanzierung enge persönliche Beziehungen und lokale Kenntnisse gehören, über welche die Zentralleitung nicht verfügt. Aus der Konzentration ergibt sich die Bevorzugung der übersichtlichen Geschäftszweige: ein Reportkredit von 10 Millionen erfordert unendlich weniger Arbeit und Kosten als 500 gedeckte Kapitalkredite zu 20.000 M. Banken,

die im Geldmarktkredit allein ihre Dividende verdienen, wie die französischen und englischen Institute, können auf das einträglichere aber risikenreichere Anlagekreditgeschäft verzichten. Die New Yorker Banken legen den größten Teil der ihnen direkt oder als Kassenreserve der Provinz übergebenen Einlagen aus diesem Grunde im Effektenkredit an. Der alten Lokalbank und dem Provinzbankier war manches Geschäft zu groß, den Leitern der heutigen Riesenbanken ist vieles zu klein. Dem Direktor eines solchen Instituts wird es oft näher liegen, ungeachtet des erhöhten Risiko, eine mäßige Zahl sorgsam gewählter Kapitalkredite, die er dauernd kontrolieren kann, als eine vielfach größere Zahl kleiner Kredite zu gewähren. Man möchte meinen, daß durch die Zunahme des Wohlstandes Leihkapital in allen Zweigen in unsern Tagen durchschnittlich leichter zu erlangen sei als vor einer Generation, und dafür scheint ja auch die Tatsache zu sprechen, daß die Banken aus ihrer ehemaligen Zurückhaltung herausgetreten sind und sich nicht mehr von den Kunden aufsuchen lassen, sondern sie selbst aufsuchen. Das Wort: „Banking is a profession not a trade“, hat seine Wahrheit längst eingebüßt, aber nicht alle Quellen des Leihkapitals fließen aus der Großbank mit gleicher Ergiebigkeit: im reichen Frankreich gibt es für die heimische Industrie aus Gründen der Bankorganisation keinen Anlagekredit, während der Effektenkredit von den Demarcheurs den Dienstmädchen ins Haus getragen wird.

Einer der führenden englischen Bankpraktiker hat vor wenigen Jahren das ernste Wort gesprochen, es scheine ihm zweifelhaft, ob England seine große wirtschaftliche Position erlangt hätte, wenn in seinen Entwicklungsjahren die Banken so vorgegangen wären wie sie dies gegenwärtig tun. Dieses Wort läßt tief blicken. Die Großbanken haben Tendenz und Macht die Kapitalien, auf die sie Einfluß üben, in jene Richtung zu lenken, die ihrer Organisation am besten paßt, und der Einzelne kann dagegen kaum erfolgreich ankämpfen.

Rießer hat mit Recht auf die Möglichkeit hingewiesen, durch die Konzentrationsbewegung nationale und kulturelle Gesichtspunkte in das Wirtschaftsleben hineinzutragen; die Banken, die nicht von der Hand in den Mund leben müssen, können, soweit dies mit den Gewinnerzielungsabsichten in Einklang steht, leichter nationale Momente berücksichtigen, ihre Leitungen haben einen weniger kaufmännischen, mehr gouvernementalen Charakter als jene der Lokalbanken. —

Die Entwicklung der Kartelle in Deutschland, Oesterreich und Rußland, die Ausbreitung der Trusts in den Vereinigten Staaten ist durch entschiedene Unterstützung der Großbanken gefördert worden. Die

Beziehung zu mehreren dem gleichen Unternehmungszweig angehörenden Firmen legt den Banken eine Wirksamkeit in diesem Sinn nahe, zumal sie auf Rücksicht auf die Art ihres Placement Interesse an gleichmäßiger Dividende bei den ihnen nahestehenden Unternehmungen haben. Die kurze Kündbarkeit des Anlagekredits gibt ihnen ein Machtmittel, das in zahlreichen Fällen des letzten Jahrzehnts namentlich an den Konjunkturwenden zur Beugung widerstrebender Unternehmungen ausgenützt wurde.

In Oesterreich und Rußland, wo die Banken durch Warenabteilungen teilweise selbst den Verkauf der Industrieprodukte und die Leitung der Kartellbüros organisiert haben, besitzen die Banken die finanzielle Führung der Industrie; in Deutschland und Amerika dagegen sind die Ansichten darüber geteilt, ob der Einfluß der Banken auf die Industrie zunimmt; Kirdorf hat dies auf der Mannheimer Tagung des Vereins für Sozialpolitik entschieden verneint, Direktor Schmidt von Krupp in der Bankenquête bejaht. Man ist vielfach geneigt, mit fortschreitendem Kapitalreichtum eines Landes Schwächung der Macht der Banken anzunehmen, und sicherlich sind die konsolidierten schweren Industrien der Gegenwart infolge ihrer großen Rücklagen auf Kredit weit weniger angewiesen als vor zwei oder drei Jahrzehnten; manche von ihnen sind nicht blos von Banken unabhängig sondern üben selbst Einfluß auf die Banken aus. Das gilt aber nur für jene Unternehmungen der Schwerindustrie, die durch mehrere Konjunkturperioden erfolgreich arbeiteten, nicht für alle übrigen, die nur mäßigen Nutzen erzielen oder sich erst emporringen müssen. Für das Maß des Einflusses der Banken kommt es ferner auf den Grad der Konkurrenz unter ihnen an: Die Wahrscheinlichkeit bei Kündigung des Kredits anderswo Ersatz zu finden ist ungleich größer, je zahlreicher die Banken sind und je weniger sie voneinander abhängen.

Manche sehen in der Konzentration nur einen Uebergang zum Monopol im Kreditbankwesen. Für den bankmäßigen Zahlungsverkehr wäre das Monopol wegen der Zentralisierung und Teilnehmerlisten-Veröffentlichung die vernünftigste Organisation; eine Vielheit von Instituten bietet nur für die Uebergangszeit bis zur Gewöhnung der Bevölkerung an den Bankverkehr Vorteil, nicht im Beharrungszustand. Auf allen andern Gebieten dagegen wären die Nachteile augenfällig: für alle Arten der Kredite würden Monopolpreise diktiert werden, alle produktiv tätigen wären von der Einsicht einer Direktion abhängig. Die Ausübung dieser Befugnisse durch ein Privatinstitut wäre unerträglich.

Wir sind von dem Endpunkt einer derartigen Entwicklung noch

ziemlich weit entfernt; aber die Anzeichen mehren sich, daß wir uns auf dem Weg dahin befinden. Neue Banken werden nur selten gegründet, die großen deutschen, französischen und englischen Institute sind ausnahmslos vor 1873 entstanden. Einer neuen Bank wäre es schwer eine leistungsfähige Organisation aufzubauen, die mit den Großbanken gleichen Schritt halten könnte. Die bestehenden Institute, unter denen sich in Deutschland und Frankreich wenige Riesenunternehmungen von den übrigen immer schärfer abheben, neigen zu gemeinsamer Festlegung der wichtigsten Geschäftsbedingungen. Die schottischen Banken sind bezeichnenderweise seit über einem Jahrhundert kartelliert, da die Neuerrichtung von Banken dort unmöglich war. Die englischen Banken haben für das reguläre Geschäft — nicht für die Kredite des offenen Geldmarkts — formlose Uebereinkommen, an die sie sich strenge halten. Die französischen Banken setzen die Bedingungen für den Privatsatz und Reportkredit einheitlich fest. Oesterreich hat ein ausgebildetes Konditionenkartell, das fast alle Zweige des regulären Bankgeschäftes umfaßt, seit einem Jahrzehnt. In Rußland ist das Bankenkartell unter Mitwirkung der Regierung zustande gekommen. Seit Jahresfrist besitzen auch die Berliner Banken eine Konditionenvereinbarung für den größten Teil des regulären Bankgeschäfts.

Einige dieser Vereinbarungen sind von den Notenbanken stark begünstigt worden, die dadurch die Wirksamkeit ihrer Diskontpolitik zu befestigen trachteten. Gegen übermäßige Ausnützung des Kartells sicherte die offizielle Bankrate, die für die meisten Diskontkredite das Maximum darstellte, und die Furcht der Banken vor Verringerung der Inanspruchnahme. Bisher haben die Kartelle im Bankwesen gewöhnlich dazu geführt, daß die Konkurrenz, vom Konditionengebiet vertrieben, sich bei der Ausmessung der Kredithöhe umso stärker fühlbar machte; die österreichischen und russischen Bank- und Industriebilanzen seit Abschluß der Kartelle liefern dafür deutliche Beispiele.

Weit stärker als im regulären äußert sich die Monopoltendenz im Finanzgeschäft. Die Zahl leistungsfähiger Finanzhäuser ist außerhalb Englands sehr gering geworden, für das Riesengebiet der Vereinigten Staaten, für Deutschland und Frankreich kommen nur ganz wenige Firmen ernsthaft in Betracht. Mancher Staat sieht sich schon heute bei Begebung seiner Anleihe einer einzigen Gruppe gegenüber, und in der Union ist nicht blos von demagogischer Seite die Frage aufgeworfen worden, ob nicht ein money trust schon gegenwärtig bestehe; sind nicht dem Erfinder, dem Fabrikanten, dem Kaufmann, wenn er an einer Stelle abgewiesen wird, wegen des engen Zusammenhangs der Finanz-

banken alle Türen verschlossen? Monopol im Finanzgeschäft würde dann Hemmung der Unternehmungstätigkeit bedeuten, und man kann sich leicht vorstellen, welche Sorge die Aufwerfung dieser Frage in einem aufstrebenden Wirtschaftsreich auslösen müßte.

Die money trust-Enquête hat kein positives Ergebnis geliefert — ihre Fragen haben der Entwicklung zu weit vorgegriffen. Die Vereinbarungen unter den großen Banken umfassen nur bestehende regelmäßige Verbindungen, ergreifen aber nirgends das ganze Finanzgeschäft; die Ablehnung an einer Tür bedeutet darum nicht die Ablehnung an allen.

Aber die Zahl der Köpfe, die über große Finanzierungsfragen zu entscheiden haben, ist durch die Konzentrationsbewegung außerordentlich verringert worden. Der Leiter der Diskontogesellschaft hat den Mitgliedern der Aldrichkommission gegenüber erklärt, daß in Deutschland vier Banken in Finanzgeschäften maßgebend sind, und in den Vereinigten Staaten ist die Ziffer nicht größer. Im heimischen Konsortialgeschäft ist die Zahl der Mitdenkenden und Mittätigen verringert worden und das internationale Finanzgeschäft wird in wenigen festen Verbindungen gepflegt. Der Reichtum an gestaltenden Ideen und die Beweglichkeit in schwierigen Situationen ist dadurch nicht eben erhöht worden. Selbst die Besitzer großer Vermögen haben sich daran gewöhnt die Banken an ihrer Stelle denken zu lassen, und man würde im heutigen Deutschland vergeblich einen kapitalkräftigen selbständigen Finanzmann suchen. Die Leiter der Großbanken selbst stellen aber einen wesentlich andern Typ dar als die Direktoren der vorangegangenen Generation, die die Banken begründet hatten: Sie haben nicht mehr durch kühn konzipierte Geschäfte ihrer Bank Namen zu schaffen und sich durchzukämpfen: der Ruf ihrer Bank steht schon fest, und höher als der Wunsch nach dem Erfolg wiegt die Furcht vor dem Mißerfolg, der auf die Einleger abschreckend wirken könnte. Der gegen die deutschen Banken erhobene Vorwurf, daß sie „Spekulationsbanken" seien, ist verstummt, seitdem der Nachweis erbracht wurde, daß das reguläre Geschäft die stark überwiegende, noch immer wachsende Quote des Reingewinns liefert; aber man hat bei aller Anerkennung dieser Entwicklung versäumt die Frage aufzuwerfen, wie die Lücke ausgefüllt werden könnte, da doch die Kreditbanken die frei verfügbaren Kapitalien zum weitaus größten Teil an sich gezogen haben. In den letzten Jahren schon wurde in Deutschland über die geringen Möglichkeiten der Entwicklung von überseeischen Unternehmungen geklagt, die ja fast immer ein Risiko in sich enthalten — und leider haben sowohl die Abweisenden wie die Abgewiesenen von ihrem

Standpunkt aus recht. Die Fortentwicklung der Großbanken nach Art des Crédit Lyonnais, die den Depositenbankschwärmern als Ideal erscheint, würde speziell der deutschen Wirtschaft wegen der Konzentrierung der Mittel an wenig Stellen die Möglichkeit des Aufbaues von Unternehmungen, die nicht von Anfang an Dividendenautomaten sind, noch mehr als bisher beschränken.

66. Staatliche Bankpolitik.

Der Einfluß des Staates hat sich bisher in erster Linie bei den Kreditinstituten mit schematischem Geschäft fühlbar gemacht.

In allen größeren Reichen ist der Umfang der Tätigkeit der Versicherungsgesellschaften und Sparkassen, in den meisten auch jener der Pfandbriefbanken und Kreditgenossenschaften gesetzlich geregelt. Einleger und Pfandbriefbesitzer haben kein Stimmrecht in den Generalversammlungen der Aktiengesellschaften, keinen Einfluß bei den andern Unternehmungen, und nur der Gesetzgeber kann ihre Rechte durch Begrenzung der Geschäftsarten und buchhalterische und materielle Kontrole durch ein öffentlichrechtliches Organ oder eine staatliche Aufsichtsbehörde zu sichern suchen. Soziale Gesichtspunkte kamen hinzu, da es sich bei all diesen Instituten in erheblichem Maß um das Vermögen wirtschaftlich Schwacher handelte, die sich auch ein begründetes Urteil über die Situation der Kreditinstitute, denen sie ihr Ersparnis anvertrauten, zu bilden nicht in der Lage waren; ihnen gesellte sich in der englischen und französischen Gesetzgebung gleich zu Beginn, in der deutschen und österreichischen erst in neuerer Zeit die Rücksicht auf die Unterbringung der Staatsrenten zu. Die Epoche steigender Geldmarktsätze der beiden letzten Jahrzehnte veranlaßte in Deutschland und Oesterreich Interesse des Gesetzgebers für die Liquidität der Sparkassen und Genossenschaften.

Bei all diesen Instituten ist die Geschäftsführung und infolgedessen auch die buchhalterische und materielle Kontrole einfach. Bei Sparkassen und Lebensversicherungsgesellschaften bilden Rentenkauf und Hypothekenanlage, bei Hypothekenbanken der Hypothekarkredit das fast allein herrschende Aktivgeschäft. Geistige Tätigkeit ist nur in der Konjunkturpolitik des Rentenkaufs erforderlich. Gemeinden und andere öffentliche Körperschaften konnten darum bei Sparkassen, spezielle Aufsichtsbehörden und Regierungskommissare bei Versicherungsgesellschaften und Pfandbriefbanken ausreichende Kontrole üben, soweit es sich nicht um geschäftliche Fragen wie um die Konjunkturpolitik oder

die Bewertung der zu beleihenden Objekte handelt. Bei den Kreditgenossenschaften haben die Revisoren des deutschen und österreichischen Systems für die Kontrole der Buchhaltung ausreichend gewirkt; für Schaffung und Aufrechterhaltung der Liquiditätsgrundsätze waren die Zentralbanken der Genossenschaften bemüht.

Ueberall ist hier die öffentlichrechtliche Organisation im Vordringen; die Sparkassen sind, von Ungarn abgesehen, in allen Ländern von Anfang an von öffentlichrechtlichen Körperschaften, namentlich von Städten, begründet oder mit dem Staat in enger Fühlung oder ehrenamtlich geleitet. In Preußen sucht die Staatsbank, die Seehandlung, teilweise die Funktion als Zentralbank der Sparkassen zu üben; für die drei wichtigen Aufgaben der Ausgleichung von Ueberschuß und Mangel zwischen den einzelnen Instituten, der Sicherung der Liquidität und der Mobilisierung der Hypotheken der Sparkassen durch Pfandbriefausgabe dürften staatliche Zentralinstitute wohl die geeignetste Lösung darstellen. In der Lebensversicherung gewinnen öffentlichrechtliche Organisationen immer stärker an Boden, die Monopolisierung in Italien dürfte wohl in nicht ferner Zeit auch in andern Staaten Nachahmung finden; es ist dabei allerdings zu berücksichtigen, daß die italienischen Privatversicherungsgesellschaften wegen der unzulänglichen Hypothekengesetzgebung ihre Reserven ausschließlich in Effekten angelegt hatten, so daß die Verstaatlichung keine wesentliche Aenderung der Kapitalverwendung bedeutete, während der gleiche Vorgang in Deutschland oder Oesterreich zu einer Verdrängung des Hypothekarkredits zugunsten der Rentenanlage führen würde. Unter den Pfandbriefbanken treten in Deutschland und mehr noch in Oesterreich und Rußland provinzielle und städtische Institute immer stärker in den Vordergrund. Die Kreditgenossenschaftsbewegung steht in Frankreich und England, in welchen Ländern sie sich allerdings nur kümmerlich entwickelt hat, unter staatlicher Aegide, in Deutschland ist durch die Preußenkasse ein staatliches Zentralinstitut für die nicht dem Schulze-Delitzschen System angehörigen Genossenschaften gebildet worden.

Wie ein Ueberblick über die Entwicklung im Lauf des letzten Menschenalters zeigt, sind auf diesen Gebieten in Mittel- und Osteuropa öffentlichrechtliche Institute in stetem Vordringen; stärkere Ausbildung staatlicher Zentralinstitute wäre geneigt die Uebersichtlichkeit des Geld- und Kapitalmarktes zu erhöhen und die Möglichkeit der Leitung außerordentlich großer Kapitalmassen von einem Punkte zu gewähren, wodurch Berücksichtigung der öffentlichen Interessen in höherem Maß als bisher

gesichert wäre, aber auch der private Vermögensbesitz mit dem Schicksal des Staates innig — bei ungünstigem Schicksal zu innig — verbunden würde.

Abseits von staatlichem Einfluß stehen in Europa — außer in Rußland — die Kredit- und Finanzbanken. Sie haben sich unabhängig vom Staat, zum Teil im Kampf gegen die Notenbanken entwickelt. Die Vielseitigkeit, der stete Wechsel und der kommerzielle Charakter ihrer Anlagen steht einer mehr als formellen staatlichen Kontrole im Weg. Der Regierungskommissar der österreichischen Banken ist in heikler Situation, da er eine Verantwortung tragen muß, der er nicht gewachsen sein kann, und ähnlich würde es dem Bankaufsichtsamt ergehen, das in Deutschland mehrfach angeregt wurde. Amerika hat eine ausführliche Gesetzgebung und Staatsaufsicht für seine Depositenbanken erlassen, wozu die Notenausgabe Veranlassung bot, und es findet sich in der Fülle gesetzlicher Normen auch manche nützliche Bestimmung, z. B. das Verbot einem Kunden mehr als zehn Prozent der Mittel der Bank zu leihen. Aber die staatlichen Revisoren versagen in allen Fällen, wo es sich nicht um rein buchhalterische Kontrole handelt, wie die veröffentlichten Berichte nur allzu deutlich zeigen. Wirksame Aufsicht der Geschäftsführung kann nicht von outsiders, sondern nur von dem offenen Geldmarkt, der die Akzepte der Bank nimmt, und von der Notenbank geübt werden, wenn das ihr zum Rediskont zuströmende Material einen Schluß auf die Tätigkeit der Kreditbanken zuläßt. Die prinzipielle Frage der geschäftlichen Beaufsichtigung durch den Staat ist umstritten; es handelt sich dabei weniger um den Schutz der wirtschaftlich Schwachen: Die Zahl der reinen Spareinlagen, die den Kreditbanken zufließen, ist nicht groß und durch Konzessionierung und Publizitätspflicht kann der Einlagenwerbung durch Winkelbankiers vorgebeugt werden. Die Kreditbanken haben aber einen wachsenden Teil des Zahlungsverkehrs an sich gezogen, das Guthaben bei ihnen gilt dem Kaufmann und Fabrikanten als Bargeld, ihre Sicherheit ist für die Währung, ihre Liquidität für den Geldmarkt von entscheidender Bedeutung. Normen zur Wahrung der Liquidität werden sich darum in allen führenden Wirtschaftsreichen durchsetzen, entweder durch freie Vereinbarung oder durch Gesetz.

Darüber hinaus mag in nicht zu ferner Zeit sich die Frage des Eingriffs des Staates in die Wirtschaftspolitik der Kreditbanken aufwerfen. Die Kreditbanken des deutschen Systems greifen in die Produktions- und die Einkommenspolitik in zunehmendem Maß ein, sie bilden die stärkste privatwirtschaftliche Organisation innerhalb der Volks-

wirtschaft. Die Art der Anlage der Gelder der Kreditbanken ist für die Vermögensverwendung und die Verflechtung der heimischen Wirtschaft mit dem Ausland von entscheidender Bedeutung. Bisher haben die Staaten nur auf die Frage der Zulassung ausländischer Werte Einfluß genommen, in Mittel- und Westeuropa aber im übrigen den Kreditbanken freie Bahn gelassen. In der amerikanischen money trust-Enquête wurde der Versuch gemacht, ein Eingreifen des Staates in die Finanz- und Kreditpolitik der Banken zu veranlassen, jedoch ohne Erfolg. Das Verhältnis zwischen Staat und Kreditbanken, der öffentlichrechtlichen Wirtschaftsleitung und den Organisatoren der Privatwirtschaft, wird wohl erst in einem Menschenalter reif zur gesetzlichen Regelung sein.

Während die Kreditbanken unabhängig vom Staat sich entwickelt hatten, sind die Notenbanken seit ihrem Bestehen in engster Fühlung mit dem Staat gestanden.

Das Notenbankwesen ist aus den finanziellen Bedürfnissen der Staaten entstanden und war lange Zeit dadurch bestimmt. Alle großen europäischen Notenbanken sind in Zeiten der Not geschaffen worden.

Mit der Entwicklung der staatlichen Finanzwirtschaft änderte sich das Verhältnis zwischen Banken und Staat. England konnte schon seit der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts, Frankreich bald nach den napoleonischen Kriegen, Preußen seit dem dritten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts die finanzielle Hilfe der Notenbank entbehren. In langer Friedenszeit lockerte sich das Verhältnis zwischen Staat und Notenbank immer mehr, und es fehlte bald nicht an Stimmen, welche eine engere Verbindung zwischen den beiden als nicht mehr zeitgemäß bezeichneten, da der Staat die benötigten Mittel auf andere wirtschaftlich weniger schädliche Weise als durch die Notenpresse beschaffen könne.

Ueber die Wirkungen der Gewährung von Finanzkrediten an den Staat durch die Notenbank sind die Meinungen nicht geteilt. Kredite, deren Rückzahlungstermin unsicher ist, sind als Anlage für die Notenbank nicht geeignet. Die Ausgabe von Noten auf dieser Grundlage wirkt in der Richtung einer Preiserhöhung, die sich von Preiserhöhungen aus anderen Gründen durch die Allgemeinheit und Raschheit zu unterscheiden tendiert. Wo immer dies möglich ist, muß daher die Deckung des staatlichen Finanzbedarfs durch andere Mittel gesucht werden. Eine Reihe von Notenbank-Statuten haben daher auch mit Recht der Kreditgewährung der Notenbank an den Staat einen Riegel vorgeschoben.

Die Finanzkraft der größeren Wirtschaftsreiche ist gegenwärtig so entwickelt, daß der Staat die Notenbank entbehren kann. Die Steuer-

und Anleihepolitik muß für die Deckung der Erfordernisse sorgen. In Kriegszeit aber mögen beide als nicht ausreichend befunden werden. Die Steuerkraft der Bevölkerung wird durch den Krieg gemindert, und während seiner Dauer erhöhte Lasten aufzubürden, könnte wirtschaftlichen Notstand hervorrufen. Anleihen sind nur bei zuversichtlicher Stimmung der Bevölkerung und vornehmlich bei Freiheit des Staatsgebietes von feindlicher Invasion unterzubringen.

Wohl in allen Reichen ist während des Krieges in direkter oder in versteckter Form der Zwangskurs nötig. Er enthebt die Notenbank von der Einlösungspflicht und ermöglicht ihr dadurch die Gewährung von Krediten, die auf längere Dauer, eventuell bis zum Friedensschluß, berechnet sind. Im Interesse der wirtschaftlichen Konkurrenzfähigkeit des Landes muß aber jede Notenbank die baldige Beseitigung des Zwangskurses nach Ende des Krieges anstreben, und es liegt daher in ihrem Interesse, nur solche Kredite zu gewähren, deren Rückzahlung spätestens entweder während der Dauer des Krieges oder unmittelbar nach dessen Beendigung mit Sicherheit zu erwarten ist. Sie wird daher dem Staat Schatzscheinkredite gewähren können, die aus Anleihen während der Kriegszeit oder unmittelbar aus der Kriegsentschädigung zurückzuzahlen sind. In eine schwierige Situation gerät aber die Notenbank in jenen Reichen, in denen eine Emission von Anleihen während des Krieges nicht möglich ist und die Ausgabe von Schatzscheinen eine Höhe erreicht, die die Abtragung unmittelbar nach dem Kriege unwahrscheinlich oder unmöglich macht. Die außerordentlich großen Ausgaben, welche die Kriege der Gegenwart erfordern, erscheinen geeignet, den Notenbanken jener besiegten Staaten, denen während des Krieges die Aufbringung von Anleihen nicht gelungen ist, Lasten aufzubürden, zu deren Abtragung vielleicht ein Menschenalter nötig sein wird. So manche europäische Notenbank wird nach dem gegenwärtigen Kriege von dem Schicksal der Finanzen ihres Staates abhängig werden. Traten auch die Notenbanken in der letzten Friedensgeneration in ihrer Bedeutung für die Wirtschaft zurück, so haben sie doch jetzt in der Kriegszeit, ungeachtet der starken Entfaltung der Wirtschaft, eine zentrale Stellung errungen, die über die Bedeutung der Gewährung kurzfristigen Kredits weit hinausgeht. Dieses Moment dürfte für die Staatspolitik gegenüber der Notenbank bestimmend werden. Die Entwicklung zur Unabhängigkeit der Notenbanken vom Staat, der Kreditbanken von der Notenbank wird wohl kaum ihre Fortsetzung finden.

Register.

Die Nummern bedeuten die Seitenzahlen.